

Table des Matières Annexes :

ANNEXE A	Guide d'interview	1
ANNEXE B	Interview de monsieur Jean-Edouard Carbonnelle,	5
ANNEXE C	Interview de monsieur Serge Wibaut,	35
ANNEXE D	Interview de monsieur Laurent Hanseeuw,	57
ANNEXE E	Interview de monsieur Vincent Bruyère,	79
ANNEXE F	Interview de madame Sophie Lambrighs,	143
ANNEXE G	Size of the total commercial real estate market – Developed Market (EPRA, 2018) .	169

ANNEXE A Guide d'interview

Présentation

Pourriez-vous vous présenter ? Quel est votre parcours ?

Processus de l'activité

- Pourriez-vous me présenter le processus par lequel une SIRP met des bâtiments à la disposition d'utilisateurs ? Production, mise en location, gestion, ...
- Quels sont les différents segments d'activité des SIRP ?

Investisseurs

- Qui sont les principaux investisseurs des SIRP ? Dans quelle proportion ?
- Pourquoi investissent-ils dans l'immobilier papier (SIRP) plutôt que l'immobilier brique ? Quelles sont leurs motivations ?
- Quels sont les avantages pour l'investisseur ?

(Diversification, liquidité, professionnalisme, fiscalité attractive, accès à des segments traditionnellement inaccessibles.)
- Quels sont les inconvénients pour ces investisseurs ?

Risques

- Hormis le risque de taux et le risque du marché boursier qui font l'objet de la question suivante, quels sont les principaux risques pour l'investisseur d'une SIRP ?
- Par quels mécanismes impactent-ils les SIRP ?
- Pourriez-vous illustrer ces risques par des exemples concrets ?
- Risques liés aux clients : solvabilité, faillite, concentration, etc.
- Risques liés au portefeuille immobilier : mauvais choix, vacance locative, variation négative de la juste valeur, etc.
- Risque lié au management

- Risques liés à la réglementation : réglementation urbanistique, environnementale, sécurité, etc

Risque de taux

- Quel est l'impact d'une augmentation des taux sur le marché global des REIT ?
- Pouvez-vous expliquer le mécanisme à l'origine de cette variation ?
- Par quels canaux les taux impactent-ils la valeur des REIT ?
 - o Canal interne : propositions :
 - augmentation du coût de financement ?
 - Augmentation des coûts des matières premières et de main d'œuvre ?
 - Augmentation du revenu ?
 - o Canal externe : propositions :
 - Compétition actions vs obligations ?
- Cet impact est-il différent pour les REIT belges ?
- Quelle pourrait être l'origine de cette différence ?
- Quelles sont les caractéristiques propres du marché belge des REIT qui expliqueraient cette différence de comportement ?
- Cet impact est-il différent pour le marché boursier dans son ensemble ?
- Pourquoi le marché des Reit réagit-il plus/moins que le marché boursier dans son ensemble ?
- Que peut faire la SIR pour diminuer son exposition au risque ?
- Y a-t-il selon vous un segment plus résilient ?
- En période de faible taux d'intérêts, tel que celle traversé actuellement par l'Europe, l'impact d'une augmentation des taux sur le marché global des REIT est-il différent qu'en période normale de taux ?
-

Risque de chute du marché boursier,

- Quel serait l'impact d'une chute du marché boursier sur le marché global des REIT
 - o Quelle est la sensibilité du marché des REIT au marché boursier ?
 - o Pouvez-vous expliquer le mécanisme à l'origine de cette variation ?
 - o Par quels canaux une chute du marché boursier impacte-il la valeur des REIT ?
- Pourquoi le marché des REIT réagit-il plus/moins que le marché boursier .

- Cet impact est-il différent pour les REIT belges ?
 - o quel pourrait être l'origine de cette différence ?
 - o quels sont les caractéristiques propres du marché belge des REIT qui expliqueraient cette différence de comportement ?
- On retrouve sur le marché, les SIRP résidentielles, commerciales, de bureaux, industrielles et les SIRP mixtes
 - o Selon vous y a-t-il un segment qui résistera mieux ?
 - o Pour quelle(s) raison(s) ?
- A part la nature des actifs quels autres facteurs impactent la résilience des SIRP ? (D/E, % DST, vacance locative, ...) ?
- Qu'est-ce qu'une SIRP peut faire pour diminuer son exposition au risque ?

Diversification, spécialisation, fusion et acquisition

- Existe-t-il, pour le marché des SIRP, un diversification discount ?
- La tendance sur le marché des REIT est-elle à la diversification ou la spécialisation ?
- Une SIRP peut parfois s'apparenter à une grosse entreprise industrielle chargée de la production de bâtiments et ensuite de leur mise en location. Certains auteurs indiquent qu'une fusion entre deux entreprises industrielles a beaucoup de chances de générer des synergies. La fusion entre deux REIT européennes (EX : une belge et une française) a-t-elle beaucoup de chance de générer des synergies ? Pour quelle(s) raison(s) ?

Prévisions

- Concernant le risque des taux d'intérêts et du marché boursier quels sont vos prévisions pour les 5 prochaines années ?
- Peut-on s'attendre à une Augmentation des Taux d'intérêt ? Pourquoi ? (augmentation déjà lancée aux USA) = progressif.
- Peut-on s'attendre à une Potentielle crise boursière ? pourquoi ? (on vient de vivre une des plus longues périodes sans crise.) = agressif

Articles académiques

De nombreux articles académiques traitent de la relation entre les taux d'intérêt et/ou un stock index avec la valeur boursière de REIT. Ces études sont entre autres menées pour le Japon, Malaisie, USA, Australie, France, Allemagne, ... mais aucune ne porte sur la Belgique ...

- Selon vous, les conclusions tirées pour ces REIT étrangères sont-elles applicables aux REIT belges ?
- Existe-t-il des raisons qui vous laissent penser que la relation soit différente pour la Belgique ?
- Existe-t-il de grandes différences entre les REIT européennes, les REIT anglo-saxonnes et les REIT asiatiques ?
- Parmi les REIT des pays européens voisins cités ci-dessus, quels régimes de REIT sont les plus proches du régime belge ?

ANNEXE B Interview de monsieur Jean-Edouard Carbonnelle, en sa qualité d'ex CFO et ex CEO de Cofinimmo, une SIRP spécialisée en bureaux et maisons de repos

L'idée de base de la SIR c'est celle du « real estate investment trust » américain créé il y a 60 ans aux USA qui consiste à permettre à des particuliers et des investisseurs institutionnels d'investir dans un patrimoine immobilier indirect en ayant une fraction de ce patrimoine représenté par une action d'une société qui est cotée en bourse. Donc il y a à la fois la possibilité d'être exposé à un risque composé d'un patrimoine diversifié, et d'avoir une liquidité qui est très bonne puisque on peut vendre son titre, par opposition au cas où, vous imaginez avoir un certain montant à investir et vous achèteriez un appartement ou un immeuble de commerce et vous auriez finalement un risque double d'abord pas de diversification de patrimoine (on va revenir là-dessus) et pas de liquidité facile. En plus, l'investissement minimum serait relativement élevé alors qu'avec une SIR on peut démarrer avec quelques dizaines d'euros pour acquérir un titre et si on veut multiplier les positions avec quelques dizaines de milliers d'euros on peut déjà se constituer un portefeuille de plusieurs Sir.

Alors le problème de l'immobilier c'est qu'il y a différents styles d'investissement immobilier. On peut être un promoteur immobilier qui achète des terrains, des anciens immeubles et les transforme, les construit, les reconstruit, pour revendre que ce soit des appartements, des bureaux, etc.

Et puis il y a un autre style d'investissement qui est le style plus patrimonial, qui consiste à détenir des immeubles donnés en location et les détenir à long terme. Et qui dit long terme, dit forcément toute une série d'événements qui interviennent dans la période de détention, et qui sont des événements à risque.

Donc 1^{er} événement, le locataire s'en va, il faut relouer. Il y a une période de vide. Le vide c'est l'absence de revenus. Mais c'est aussi le fait que certains coûts et certains impôts qui sont rechargeables à un locataire mais quand il n'y a pas de locataire c'est le propriétaire qui doit les assumer. Donc on passe d'un revenu net positif à le plus souvent un revenu net négatif en période de vide.

Le 2^{ème} risque : c'est évidemment le fait que l'immeuble puisse à un certain moment être obsolète, c'est à dire ne plus être utilisable tel quel parce qu'il est trop vieux, mal équipé, et donc il faille à ce moment là le reconstruire. Donc un coût de reconstruction qui est très élevé. Et ça ce sont finalement les 2 ruptures les plus importantes dans le cash flow d'un immeuble : l'absence de locataire et la période de reconstruction ou de rénovation lourde.

Avec un portefeuille diversifié, on mutualise ces risques à l'intérieur du portefeuille puisque on va avoir des immeubles en exploitation, certains sont totalement loués, d'autres sont un peu vides, d'autres totalement vides, et toutes les dates de rénovations d'immeubles ne sont pas au même moment donc on peut finalement avoir un cash flow beaucoup plus stable dans un patrimoine diversifié.

Après il y a la question de la fiscalité qui est importante parce que le véhicule de droit commun serait une société anonyme, qui serait taxable à l'impôt des sociétés et qui pourrait certes déduire les charges d'exploitation, des charges d'intérêt sur les emprunts, et des amortissements, pour amortir la valeur de l'immeuble construit.

Quand on se place dans la position d'un investisseur individuel qui détient un appartement, il a le cash flow des locations, il ne se soucie peut être pas suffisamment du fait qu'il va devoir reconstruire un jour l'immeuble mais il peut utiliser ce cash flow pour sa consommation. Tandis que si il y a une société intermédiaire entre le patrimoine et lui, une partie du cash flow va être absorbée par les amortissements.

Le principe du real estate investment trust et de la SIR c'est qu'il y a une absence de l'impôt des sociétés, mais il n'y a pas d'amortissement des bâtiments comptablement, et il y a une obligation de distribuer. Ce qui met un peu le cash flow qui parvient à l'actionnaire dans la même position que le cash flow que l'actionnaire aurait s'il avait investi directement dans un appartement. Il n'aurait pas d'amortissement comptable, il aurait le loyer net des frais d'exploitation et bien sur il n'aurait pas d'impôt des sociétés puisqu'il n'a pas de société.

Par contre quand le cash flow arrive chez l'investisseur individuel, là il est taxable. Il n'a pas été taxé dans la société mais il est taxé dans le chef du bénéficiaire des dividendes. Et il y a une obligation de distribution. On oblige la société à distribuer au minimum 80 %. Ça c'est la philosophie générale.

Après, les différents régimes qui existent en Europe et le régime belge permettent d'obtenir ce statut fiscal à condition de rester à l'intérieur d'une définition précise des investissements et ces investissements sont ce que la loi appelle les biens immobiliers et dans les biens immobiliers il y a les immeubles au sens du code civil donc les terrains, les constructions et aussi, pas nécessairement les pleines propriétés, mais les emphytéoses, les usufruits, les droits de superficie, donc tout ce qu'on appelle droits réels immobiliers. Et puis au fur et à mesure des réformes de la législation, on a introduit la possibilité d'instruments d'autres catégories notamment les partenariats privés et publics qui sont parfois des contrats de concession, donc dans lequel il n'y a pas un élément de droit réel, il n'y a pas un élément de propriété, pas un élément d'autres droits réels comme ceux que j'ai cités. Il y a simplement des droits contractuels liés à une concession. Il y a à l'intérieur de cette catégorie de partenariat privé/public, il y a l'infrastructure évidemment. On peut imaginer d'investir dans des infrastructures comme des panneaux solaires ou des infrastructures de transport. Et puis dans certains cas on peut même aller un peu plus loin : je pense dans la législation belge ce serait possible mais il n'y a pas d'exemple, mais on pourrait imaginer par exemple investir dans des forêts. Il y a des REIT américains spécialisés dans les forêts.

Ca c'est les différentes catégories .

Après ce qui est possible et ce qui est réalisé dépend des marchés immobiliers, des disponibilités d'immeubles, du fait qu'on peut trouver des locataires ou pas. Donc si on prend les grandes catégories les plus représentées dans les portefeuilles des SIR, on va trouver les bureaux évidemment, en numéro un, de loin.

Ensuite je dirais si je ne me trompe pas, à parité, les immeubles de commerces, du type magasins. Des centres commerciaux... je ne crois pas qu'il y ait beaucoup de centres commerciaux dans les SIR mais à l'étranger il y a 2 ou 3 grandes sociétés qui font quasiment uniquement des centres commerciaux, comme 2 sociétés françaises.

Ce qu'on trouve encore c'est des entrepôts, puis tout ce qui est maison de retraite, maison de repos pour personnes âgées dépendantes et tous les autres immeubles pour les soins de santé. Alors il y a une société qui a récemment investi dans les logements étudiants, une nouvelle société. Voilà un peu les catégories principales.

Je suppose que les caractéristiques de ces différents marchés doivent être explicitées dans les rapports annuels des entreprises.

Oui, tout a fait. Si on veut parler légèrement de toutes ces catégories.

Les bureaux ce sont évidemment des biens qui sont loués à des durées relativement variées puisqu'on peut avoir des locations à parfois 3 mois, 6 mois, et des espaces partagés en co-working. Et puis à l'autre extrême, des contrats de bail de 18 ans, même de 27 ans pour les autorités publiques.

Les immeubles de commerces sont en général loués pour 9 ans avec la particularité que les baux de commerce en Belgique permettent aux locataires nonobstant toute disposition contraire de quitter après 3 ans. Donc tous les 3 ans un locataire peut partir, alors que dans les bureaux si c'est signé pour 9 ans ferme, le locataire ne pourra pas partir avant 9 ans sauf évidemment s'il se porte en justice et qu'il justifie une situation très particulière.

Alors j'ai oublié de citer le résidentiel. Les baux résidentiels sont évidemment très cadrés par une législation assez régionalisée.

Puis encore une fois le secteur de la logistique, pour les entrepôts qui sont comme les baux de bureaux

Donc il y a la caractéristique de bail.

Après il y a la caractéristique liée au coût des immeubles en terme de construction. Il est clair qu'un immeuble de bureau est beaucoup plus cher car il beaucoup mieux équipé qu'un immeuble entrepôt : il y a des systèmes de chauffage, d'aération, de refroidissement, de contrôle de d'entrée, il y a des câblages pour permettre l'installation informatique des locataires. Donc on parle de coût de construction de autour de 2500€ par mètre carré, tandis qu'un entrepôt on peut peut-être imaginer le construire pour 400, 500, 600€ par mètre carré.

Pour le résidentiel c'est un peu moins cher que le bureau, les immeubles de commerce c'est en général assez peu coûteux, si on pense à un Delhaize ou un Carrefour, parce que ce sont finalement un peu des entrepôts améliorés.

Ce qui distingue aussi les catégories ce sont les coûts d'entretien qui sont à charge du propriétaire. Selon les catégories l'entretien est plus ou moins à charge du propriétaire ou du locataire. Par exemple dans le bureau en général, ce qui est à charge du propriétaire est limité à tout ce qui est le remplacement de tous les éléments du bâtiment y compris les installations de chauffage. Mais l'entretien courant est à charge du locataire. Donc si on doit remplacer la chaudière c'est à charge propriétaire. Par contre l'entretien du boiler annuel ou tous les 2 ans est à charge du locataire.

Dans les différentes catégories de marché il faut aussi voir quelle est la dynamique de la demande. Alors, il y a des disruptions assez importantes qui sont en train de se passer depuis une dizaine d'années liées notamment à internet.

Dans le secteur des bureaux il est clair qu'on utilise beaucoup moins de mètres carrés par poste de travail aujourd'hui que il y a 10 ans ou 20 ans. Et on utilise souvent moins d'un poste de travail par personne employée et les personnes ne travaillent pas toujours à la même place, il n'y a pas toujours une même place qui leur est réservée dans des sociétés où on bouge beaucoup, où on va chez le client, par exemple les sociétés des conseils ou d'audit. On va au bureau de Deloitte ou KPMG et on installe à une place qui n'est pas la place permanente de monsieur ou madame X. Donc réduction des mètres carrés par poste et réduction du nombre de postes par employé. Ça c'est un élément extrêmement important dans le marché du bureau dans toutes les villes au monde.

De même ce qui touche beaucoup le secteur du commerce, ce que l'on appelle le retail dans le jargon immobilier, c'est le fait que se développe le commerce internet, et que dans des marchés où l'internet commercial est déjà très établi il y a beaucoup moins de fréquentation des magasins physiques. Par exemple au USA, ce qu'on appelle les « mall » un peu secondaires, qui ne sont pas dans des centres villes mais en périphérie, sont souvent fort abandonnés sauf pour des biens qu'on peut encore acheter dans des magasins, essentiellement l'alimentation,

mais pour des vêtements, des chaussures, des appareils photographiques, etc., les gens préfèrent souvent déjà à concurrence de 20, 30 40 % de la consommation s'adresser aux plateformes internet.

Encore un autre exemple, c'est le RBNB. Voilà l'hôtellerie est un autre secteur d'investissement immobilier et il est clair que dans certaines villes on a des offres BNB par des particuliers qui peuvent représenter plus de 10 % de des nuitées des voyageurs

Donc dans les différentes catégories, vous avez le bail et ses caractéristiques de durée, et de fractionnement entre les couts d'entretien à charge du propriétaire et du locataire et puis vous avez évidemment le secteur immobilier et la demande locative qui varie selon la démographie (c'est parce qu'il y a des habitants qu'il y a besoin d'immobilier) et puis à l'intérieur de cette démographie il y a aussi les styles de vie, l'âge de la population. Très clairement les maisons de repos s'adressent aux personnes âgées. Et vous avez également l'aspect plus structurel des changements de vie économique avec internet.

Ces risques j'y ai accordé beaucoup d'importance parce que la société où j'ai travaillé on était purement bureau, il y a 15 ans, et on a progressivement changé de modèle, vendu beaucoup de bureaux et on est passé à l'immobilier de santé qui est devenu quasiment 50% du total et les bureaux sont descendus de 100% à un gros tiers. Donc on a voulu justement trouver d'autres thématiques qui pouvaient nous donner plus de stabilité et de cash flow dans la durée et où il y avait moins ce risque de substitution que j'ai décrit.

Au niveau des investisseurs dans la sir, il y a d'un côté les investisseurs personnes physiques, donc les particuliers, mais y a t-il aussi des institutionnels qui investissent dans les SIR. J'ai vu qu'il y avait Black Rock. Les motivations des 2 classes sont différentes ou fort similaires : diversification, fiscalité avantageuse ?

En Belgique, le système de la SIR (anciennement Sicafi) a démarré dans le but d'offrir aux investisseurs individuels particuliers un moyen de diversification comme je l'ai décrit au départ. Mais on sait que l'épargne se tourne de plus en plus vers les fonds d'investissement. Il y a aussi une grosse partie de l'épargne qui va vers les assurances vie, les fonds de pension.

Et là, c'est de l'épargne qui investit dans toutes sortes de classes d'actifs mais à travers des institutionnels qui sont les gestionnaires de ces organismes.

Et les SIR belges ont beaucoup d'investisseurs individuels par rapport aux sociétés immobilières cotées étrangères, les REIT européens.

Par exemple, Cofinimmo, qui est la plus grande SIR a à peu près 50% d'actionnaires individuels, ce qui est beaucoup pour une société de cette taille là avec 2 milliards 200 millions de marketcaps, de market capitalisation. C'est même assez exceptionnel.

Les sociétés de plus petites tailles ont encore des fractionnements plus élevés d'investisseurs particuliers. C'est une caractéristique du marché belge de l'immobilier coté et une caractéristique extrêmement favorable puisque ça veut dire qu'il y a en bourse des volumes assez réguliers d'achats et de ventes donc une bonne liquidité faite par tous les individus qui achètent l'une et vendent l'autre, font des arbitrages.

Dans la partie investisseurs institutionnels, on retrouve surtout des compagnies d'assurances qui, pour placer leurs réserves, pour honorer leurs contrats d'assurance groupe ou d'assurance individuelle, ont besoin d'actifs qui ont du rendement et le trouve dans l'immobilier coté en bourse. On trouve des fonds de pension, et puis on trouve des fonds d'investissement, parfois des fonds d'investissement mutuel généraliste donc des gens qui ont une sicav qui investit en actions et tout type d'action industriel, de service, immobilières mais aussi des fonds spécialisés dans l'investissement en immobilier coté.

Donc il y a, de par le monde et quelques uns en Belgique, des gens qui ont dit voilà je vais faire un fonds d'investissement en immobilier coté et j'achète des valeurs belges mais aussi des valeurs françaises, espagnoles, anglaises et je regarde aussi leurs différents métiers, l'un fait le bureau en Angleterre, l'autre est spécialiste des centres commerciaux à l'échelle européenne, le troisième est un spécialiste du résidentiel parisien. Ils cherchent des thématiques focalisées en général donc soit multi pays soit mono pays.

Black Rock c'est un peu différent pcq black rock c'est un énorme organisme d'investissement américain qui investit dans des indices et émet aussi des ETF, donc des produits financiers qui suivent les indices boursiers. Et donc pour équilibrer leurs positions entre émetteurs d'ETF et investisseurs dans des valeurs boursières ils sont amenés à acheter un peu le marché de l'indice, donc toutes les valeurs. Par exemple, si c'est BEL20 ou si c'est un indice coté

immobilier européen mais ils vont devoir acheter les valeurs de cet indice. Comme ils ont des tailles énormes, plusieurs centaines de milliards, ça les amène à prendre des positions assez importantes dans les sociétés mais de manière très passive. Ils ne souhaitent pas interagir avec la société, ils ne viennent pas aux assemblées générales, ils ne sont pas représentés au conseil, etc.

Au niveau des fonds d'investissement que vous avez cité ... l'origine des Sir ... avant il y avait les Sicafi puis il y a la directive européenne qui est 2011-61... les Sicafi en tant qu'organisme de placement collectif allaient être considérées comme des « alternative investment funds ». Ils allaient donc tomber sous cette directive ou sous la transposition de la loi belge et donc devoir se soumettre à toute une série de règles qui n'étaient pas totalement en ligne avec l'aspect commercial de ces entités. Est ce que l'ensemble des sicafi se sont transformées en Sir

OUI

ou celles que vous avez citées qui investissent dans l'immobilier c'est toujours des sicafi ?

Non c'est tout à fait exact ce que vous venez de dire. Il y avait la catégorie Sicafi qui avait été créée à l'intérieur de la loi sur les organismes de placement collectif. A un certain moment, il a fallu transposer en droit belge la directive sur les fonds d'investissement alternatif et cette directive se serait appliquée aux Sicafi entraînant des complexités, complications, inutiles. Par exemple, quand vous êtes un organisme de placement collectif en titres, vous devez avoir une banque dépositaire qui d'une certaine façon garantit aux détenteurs d'une part de cet OPC que le patrimoine est bien dans les mains d'un détenteur de compte qui ne risque pas de faire des bêtises et de perdre une partie de ce patrimoine. La banque dépositaire assume une responsabilité par rapport à la réalité de l'actif du bilan de l'OPC. Mais pour un investisseur en immobilier, cela n'a pas de sens puisque les titres de propriété sont ceux qui résultent d'un acte notarié. Donc une banque dépositaire n'aurait pas pu faire autre chose que dire au notaire « est ce que vous êtes bien capable de garantir que la propriété de tel bien a été acquise par telle Sicafi ou SIR ».

Bon, il y avait d'autres obligations formelles tout à fait justifiées dans le cadre d'OPC en titres, en Securities, mais qui ne le sont pas pour un OPC qui investit dans des biens immobiliers. Et

donc effectivement à ce moment là toutes les Sicafi ont milité pour avoir une loi séparée de la loi OPC qui était réformée pour tenir compte de la directive AIFM et cette loi c'est la loi sur les SIR qui était publiée en 2014

C'est assez comique car dans l'exposé des motifs, ils expliquent que c'est le législateur qui a trouvé bon de créer un nouveau statut pour les SIR. Mais il y a vraiment eu une transition de 100% de Sicafi qui sont devenues des SIR car sur ... il y a zéro Sicafi

Tout étant qu'il est toujours possible de créer une Sicafi et de rester Sicafi mais alors sous la loi OPC adaptée pour AIFM

Comme vous l'avez dit, la proportion en Belgique d'investisseurs personnes physiques c'est assez élevé. Chez Cofinimmo c'est 50% ?

Oui, chez Cofinimmo, la part d'investisseurs particuliers est de 50% mais les autres SIR peuvent aller jusqu'à 65%, peut-être 75% d'investisseurs individuels, surtout les plus petites car pour un investisseur institutionnel un des critères est la liquidité.

Imaginons que vous ayez un fonds important de 80 millions, vous allez peut-être avoir une vingtaine de valeurs. Ça veut dire que vous allez avoir chaque ligne à 4 millions d'euros. Si le trade journalier est de 100.00, il vous faut 40 jours pour construire ou démanteler votre position. Donc les plus petites SIR s'adressent davantage à l'investisseur individuel pour qui une liquidité à raison de 100.000€ par jour est déjà bien suffisante : s'ils achètent 10.000€ et bien c'est 1/10^{ème} du volume journalier, ce n'est pas un problème.

Pourquoi investir dans l'immobilier papier plutôt que dans les briques ?... mais on y a déjà répondu

Il y a la question de la diversification, et aussi la liquidité. Mais aussi l'aspect, je ne dois rien gérer directement, ce qui n'est pas négligeable : si vous investissez dans des appartements vous avez quand même à trouver un locataire, à faire des réparations, il y a un syndic qui va gérer pour le compte de l'ensemble des locataires et des propriétaires, il faudra le rémunérer, donc il y a des soucis et il y a une perte de temps si ça ne vous intéresse pas.

Et les inconvénients qui pourraient émaner de la possession d'une action plutôt que d'un appartement personnel ?

Les inconvénients sont essentiellement liés à la volatilité du cours de bourse. Maintenant est-ce un inconvénient par rapport à l'alternative qui est d'investir dans des appartements, des maisons, des commerces, etc. ?

C'est peut-être une illusion de se dire que la valeur des biens immobiliers possédés directement ne fluctue pas. Si on regarde des indices (même si c'est toujours difficile de trouver un indice des prix vraiment fiable pour des biens comme des appartements ou des maisons parce qu'un appartement n'est pas un autre, une maison n'est pas une autre) on voit bien qu'il y a eu des fluctuations, non seulement globalement, si on prend toute la Belgique ou une région en Belgique, mais aussi localement : il se peut qu'un quartier se dévalorise ou qu'un autre s'apprécie.

Par exemple, l'avenue Louise était vraiment top au début du 20^{ème} siècle et puis l'urbanisme a changé. On a fait les tunnels et puis on a permis de faire beaucoup d'immeubles à appartements d'une dizaine d'étages. Donc les valeurs immobilières au mètre carré, les valeurs des terrains se sont, par rapport à d'autres quartiers, dévalorisées. Il y a quand même des fondamentaux de fluctuations de valeur sur l'immobilier direct qui ne sont pas négligeables mais qui sont moins visibles.

C'est plus un facteur anxiogène ou de visibilité sur la variation, ou l'irrationalité de la part de l'investisseur qui investit à du long terme et qui au final est affecté par la variation court terme du bien ?

Pas totalement, si on regarde la corrélation des valeurs immobilières par rapport aux valeurs industrielles ou de service, et notamment de services financiers, on voit que quand la bourse monte et descend, les valeurs immobilières sont entraînées dans le mouvement.

Et quand on prend différentes périodes (il y a des études qui ont été consacrées à ça) relativement longues (je pense qu'on peut remonter environ 50 ans en arrière) et qu'on prend des périodes de 20 ans, on constate que il y a plutôt une corrélation qui devient un peu plus forte au fil du temps. Et notamment avec la dernière crise financière donc la période 2000-2017, 2018, et bien les valeurs immobilières ont beaucoup souffert durant la crise financière comme toutes les valeurs.

Mais quand même, les fondamentaux de ces valeurs n'ont pas tellement bougés contrairement aux fondamentaux des banques par exemple. Si vous regardez les résultats par action, il y avait des loyers, des baux en cours, dans la plupart des marchés ces baux ne se sont pas arrêtés, il n'y a pas eu de faillite, donc les cash-flow sont restés très bons, mais la bourse dans son ensemble a entraîné une baisse des cours qui n'était pas justifiée par des modifications propres aux sociétés. A l'inverse, les banques ont perdu énormément d'argent parce qu'ils avaient des mauvais crédits, ils avaient investi dans des ... qui ne valaient plus rien. Il y a quand même une corrélation qui n'est pas négligeable et qui n'est malheureusement pas justifiée mais qu'on doit constater entre les valeurs immobilières et les autres valeurs. Et il y a un certain risque qu'on pourrait quand même considérer comme objectif. Si vous regardez Londres pendant la crise financière, il y a eu des faillites de banques, des diminutions énormes d'effectifs, donc il y a eu besoin de moins de bureaux à Londres et forcément les valeurs immobilières londoniennes ont fort souffert car là où on avait des loyers élevés, il y avait du vide qui venait et les loyers plus bas, etc.

Donc il y a plusieurs aspects : il y a les aspects de marché réel. Le marché des services financiers à Londres affecté par la crise financière a eu un effet justifié sur l'immobilier Londonien. Mais par contre, il y a un effet d'entraînement qui parfois est aussi dû au fait que ces investisseurs

institutionnels spécialisés dans l'immobilier coté ont en portefeuille, disons 40 valeurs, et puis à Londres ça se passe très très mal et les sociétés londoniennes tout à coup voient la valeur de leurs biens tomber et elles font des émissions de capital à des conditions de prix d'émission très basses, le cours est tombé mais pour émettre et retrouver des fonds propres, elles vont prendre des décotes de 40 %. Non seulement le cours est tombé de 50 % mais en plus elles viennent d'émettre beaucoup plus bas. Alors à ce moment-là, les fonds d'investissements se disent : si je ne souscris pas je vais être dilué donc je ne vais plus garder ma position dans la société, je vais être dilué, donc il faut que je souscrive, donc faut que je fasse des liquidités. A ce moment-là, ils vendent d'autres valeurs continentales, belges ou françaises, etc., massivement pour pouvoir souscrire dans la valeur qui émet du nouveau papier. Donc il y a aussi cet effet d'entraînement de marché qui fait que quand un compartiment va mal à un endroit ça affecte l'offre et la demande pour les autres valeurs de la même catégorie.

Donc ça n'a pas toujours été une illusion de se dire que l'immobilier direct était moins risqué, tout étant qu'on peut se tromper dans l'immobilier direct en achetant des biens dans des quartiers qui se déprécient sur le long terme ou au contraire avoir le nez fin et choisir les bons quartiers, les bons immeubles.

Il y a d'un côté les sociétés immobilières publiques qui ont minimum 30 % de flottant, je pense que c'est beaucoup plus haut que ça au final. Existe-t-il des sociétés qui font la même activité, la même détention de biens pour la mise en location mais qui sont soit pas cotées, soit qui sont cotées mais qui n'ont pas décidé de prendre le statut de SIR public et auxquels les investisseurs personnes physiques pourraient avoir accès, ou c'est vraiment très rare.

Non il y a quelques exemples : le portefeuille des immeubles occupés par Carrefour Belgique qui était anciennement Gib Immo a été cédé à un investisseur qui est un groupe international qui est la propriété d'une famille hollandaise. C'est quand même un patrimoine très important puisque c'est à la fois les Carrefour et les galeries qui sont tout autour : par exemple à Auderghem, c'est l'ensemble du site. Cette famille a des investissements plutôt dans l'immobilier de distribution de commerce en Belgique et ailleurs, et elle ne cherche pas la cotation.

Il y a d'autres exemples de sociétés immobilières privées.

Alors il y a de sociétés immobilières cotées mais qui n'ont pas choisi le statut de SIR et ça c'est surtout le cas de celles qui ont choisi de faire de la promotion immobilière.

L'idée qui était derrière les SIR c'est de s'orienter vers immobilier patrimonial, donc de l'immobilier de location. Et d'ailleurs la loi SIR interdit le métier de promotion. Ça ne veut pas dire qu'une SIR ne peut pas développer un bien, mais en principe si elle développe un bien c'est pour son propre portefeuille, le garder et l'exploiter sur le long terme.

Tandis que il y a 3 sociétés belges immobilières cotées qui font de la promotion : Immobel, Athénor et Banimmo

[Vous avez cité les sociétés qui resteraient non cotées. La liquidité est quand même beaucoup plus faible et pour rentrer dans l'actionariat c'est quand même plus compliqué. Ces sociétés peuvent être totalement fermées ?](#)

Oui, ce sont des sociétés familiales

[C'est juste pour voir s'il y avait entre guillemet une concurrence de ce côté là](#)

Faut faire attention en Belgique il y a les droits d'enregistrement quand vous achetez un bien immobilier. Vous avez selon les régions, selon les types de biens, avec des dérogations pour la partie habitation propre, des droits très élevés qui vont de 10 à 12,5%.

[Alors que pour la SIR c'est 1%](#)

Non, Si vous cédez des droits de pleine propriété sauf pour l'habitation propre (là on a des régimes un peu plus favorables, selon les régions d'ailleurs) c'est 10% en Flandres, 12,5% à Bruxelles et en Wallonie.

Mais si vous cédez des titres d'une société immobilière c'est 0 % !

Et ça c'est une particularité belge pcq dans les pays avoisinants on a défini ce qu'on appelle la société à prépondérance immobilière et l'échange d'une action d'une société à prépondérance immobilière entre 2 parties fait l'objet d'un droit d'enregistrement et en

général c'est un droit qui est payé sur le sous-jacent, c'est à dire sur l'objet possédé par la société de sorte qu'il n'y a pas d'intérêt finalement à mettre des biens en société.

Mais en Belgique ce n'est pas le cas. Et donc vous allez voir énormément de sociétés immobilières mais qui ne sont pas des sociétés comme celles qu'on a cité précédemment avec patrimoine large et visant une gestion patrimoniale locative ou éventuellement la promotion immobilière.

Ce sont des sociétés qu'on appelle special purpose vehicle pour détenir 1 bien. Et ce bien va faire l'objet par exemple d'un développement, puis mis en location, puis on va vendre les actions de la société à d'autres investisseurs, etc. Mais ce n'est pas la même chose. C'est essentiellement, si pas exclusivement, motivé par des considérations fiscales sur les droits d'enregistrement

[Vous avez cité au niveau des risques : le vide locatif, l'obsolescence, la disruption d'internet. Quels sont selon vous dans l'ordre décroissant les risques pour l'ensemble du marché des SIR ? Ces 3 là sont en haut de la liste ?](#)

Le tout premier ça joue à long terme , c'est la démographie car vous pouvez avoir des situations , comme par ex. les jardins suspendus de Babylone c'était ce qu'il y avait de mieux à l'Antiquité, quand on regarde ce site sur internet, c'est un tas de cendres. Donc la démographie est un élément absolument déterminant, qui joue peut-être sur des cycles de 10, 20, 40 ans, 100 ans, 1 siècle. L'urbanisation qui fait partie de ce risque démographique. Les villes chinoises ont vraiment explosé depuis 40 ans. Des fortunes immenses se sont faites en Chine sur l'immobilier parce qu'il y a eu l'urbanisation. Donc ça c'est très très important. Et avec l'urbanisation il y a les modes de transport, comment les villes se construisent, la densité les politiques publiques de planifier ou justement de ne pas planifier la ville. Donc ça c'est un grand facteur démographique au sens large.

Deuxièmement, effectivement je dirais l'internet mais au-delà , les styles de vie : imaginez les familles nombreuse ou au contraire les familles monoparentales, ça a un effet sur le marché résidentiel. On sait qu'aujourd'hui il y a beaucoup plus de familles petites et monoparentales

Les migrations aussi dans la démographie

Si on va plus dans les risques opérationnels il y a toute une série de choses

Dans ce rapport ci ils parlent du risque client, la vacance locative, la solvabilité, la faillite d'un client, même si il n'est pas en faillite il y a le renouvellement du bail avec le même client ou avec un autre

Il y a les risques plus liés à la construction ou la reconstruction de l'immeuble car l'immeuble peut se dégrader plus vite que vous pensez. C'est le risque d'obsolescence. On a constaté que les immeubles de bureaux se dégradaient plus rapidement dans les 20 ou 30 dernières années que ce que l'on avait constaté précédemment parce que il y a des facteurs nouveaux qui sont demandés pour le confort du bâtiment. Par exemple il y a des immeubles dont la hauteur sous plafond n'était pas suffisante pour faire des câblages. Au moment où ils ont été construits l'informatique câblée n'existait pas.

Par ailleurs, si on a moins de mètre carré par poste de travail ça veut dire qu'il y a plus de personnes dans un espace donné et notamment des salles de réunion. Et donc il y a besoin d'aération, d'injection d'air, de renouvellement d'air, de chauffage, de refroidissement car les ordinateurs dégagent de la chaleur. Les techniques du bâtiment, les conduits doivent être dimensionnés de manière plus complètes. Cela peut accélérer l'obsolescence d'un bâtiment.

L'isolation de l'enveloppe de l'immeuble est devenu un facteur très important pour des questions de consommation énergétique et des questions des émissions de gaz à effet de serre.

Tant la vacance que l'obsolescence ont un effet sur la valeur d'un immeuble. Un immeuble qui est vacant ou qui est en cours de travaux n'a pas de cash-flow.

En Belgique, si avez des immeubles vraiment de centre-ville vous allez voir que la valeur du terrain par mètre carré construit peut-être 1500€, la valeur de la construction 2000, 2500€. Donc si vous avez un immeuble neuf, son cout (achat terrain + construction) sera probablement aux alentours de 4000€. Après il y a un bail et si le bail est long l'immeuble va valoir 5000€, 6000, 7000€ du m² parce qu'il y a une visibilité sur les cash-flows qui est longue et une absence de frais à charge du propriétaire. Donc tout à coup, l'immeuble commercialement peut se vendre à 7000€ du m² (Cofinimmo a vendu un immeuble à 7000€

du m²). Mais si l'immeuble à un moment n'a plus de locataire, n'a plus de valeur en tant que construction, il faut tout refaire. Dans ce cas, il ne vaut peut-être plus que 1500€ par m².

Donc si vous l'avez acheté à 7000€, il va falloir amortir 5500€ sur un total de 7000€ sur une période de 30 ans. Donc il faut que le loyer soit suffisant pour absorber cette chute de valeur. C'est un exemple un peu extrême mais c'est quelque chose qu'il faut avoir en tête.

Au-delà des risques vraiment immobiliers, il y a quand même 2 autres catégories de risques.

Les risques réglementaires. Ils sont quand même très importants dans l'immobilier parce qu'il y a tous les risques liés à l'urbanisme. Par exemple, les immeubles de bureaux à Bruxelles font l'objet de permis d'environnement pour l'exploitation de leurs parkings. La région dit problème de mobilité, de qualité d'air, et veut éviter qu'il y ait trop de voitures qui entrent et sortent dans la région le matin. Donc la région limite le nombre d'emplacements de parkings autorisés. La région décide qu'à l'issue de la période de validité d'un permis d'environnement un immeuble va, selon sa localisation, avoir droit à X emplacements de parkings en sous-sol par m². L'immeuble perd à ce moment-là un certain nombre de parking et les locataires sont mécontents. Or l'échéance du permis d'environnement du bâtiment voisin tombe dans 10 ans. Donc d'un coup l'immeuble voisin vaut beaucoup plus que le vôtre par cette restriction du nombre de parkings.

Ce permis d'environnement doit être demandé au moment de la construction mais a une durée limitée, quelques années, quand même assez long mais à l'échéance faut renouveler un permis. Or la législation de la région a été modifiée et donc on se trouve devant une modification d'urbanisme qui affecte la valeur des immeubles.

On peut se trouver devant des cas plus radicaux comme si vous démolissez un immeuble car il est obsolète, on ne vous autorise pas le même nombre d'étages en reconstruction. Dans ce cas, même si économiquement ce serait mieux de démolir et de reconstruire, parfois on préfère alors conserver l'immeuble, le vider, nettoyer tout l'intérieur, garder la structure de béton et donc le nombre d'étages.

Il y a aussi les modifications à la réglementation fiscale.

On a dit qu'il y avait une absence d'impôt de société, une obligation de distribution qui était attachée au régime des SIR. Mais il pourrait y avoir une modification de cette réglementation, ou de la législation SIR elle-même, qui pourrait dire le taux d'endettement autorisé est de 65% mais comme il y a eu des problèmes avec telle ou telle société on le réduit à 45%. Du coup, faut vendre des immeubles, faut faire appel à du capital nouveau, ce qui serait une dilution pour l'actionnaire existant.

Il peut y avoir des risques liés à la comptabilité liés à la norme IFRS.

La dernière catégorie de risques liés au financement.

La SIR a son capital mais elle va emprunter et quand elle emprunte elle doit prendre un certain nombre de décisions.

D'abord sur le volume des emprunts par rapport à son capital : choisit-elle un levier financier de 30, 40, 50% ou plus ? Elle doit choisir quel type d'emprunt elle fait. Est-ce qu'elle a recours à des emprunts bancaires bilatéraux ou à des emprunts syndiqués ? Ou, va-t-elle lever des obligations, normales ou convertibles ? Si elle emprunte, emprunte-t-elle à taux fixe ou variable ?

Lié à ça, il y a le risque de hausse des taux pour les charges d'intérêts qu'elle va payer dans le futur à un certain moment. Elle peut emprunter à taux fixe pour 5, 7, 10, 15 ans mais à l'issue de cette période elle devra renouveler son crédit et devra payer plus cher ou moins cher.

Elle peut aussi se retrouver avec un vice de liquidité sur ces emprunts. Dans ce cas, elle doit savoir que le jour où elle veut renouveler ces emprunts ou réemprunter, il se peut qu'on ne lui prête pas ou dans des conditions moins intéressantes.

Lié à ça il y a le risque sur la notation financière. Si elle a un rating de sa dette, il peut y avoir une dégradation. Et éventuellement si elle investit en dehors de la zone euro, il peut y avoir un risque de change.

Vous aviez une question sur l'impact des taux d'intérêts.

Il y a plusieurs aspects.

Le premier aspect : les taux d'intérêts nominaux sont quand même liés à l'inflation. Donc si il y a inflation, les politiques monétaires vont relever les taux d'ailleurs un des objectifs de la banque centrale européenne c'est d'arriver à avoir un peu plus d'inflation de l'ordre 2 % et alors de relever les taux. Mais comme la plupart des contrats de bail sont indexés. Si il y a un choc de taux, par exemple, une inflation de 1% et taux d'intérêt de 1,5%, puis y a choc inflatoire, on passe de 1 à 2% et le taux d'intérêt nominal passe de 1,5 à 2,5%. Si on regarde le compte de résultat d'une SIR dont tous les baux seraient indexés et avec l'hypothèse qu'elle a emprunté 50% de ses moyens d'investissement, on peut se dire que le choc des taux d'intérêt, si il n'y a pas d'emprunt fixé sur des périodes moyennes ou longues, ça sera immédiatement une charge d'i qui va passer de 1,5% à 2,5%. Il va donc y avoir 1%, ce qui représente 66% d'augmentation des charges d'intérêt en plus, à volume d'endettement constant.

Par contre les loyers vont augmenter grâce à l'inflation, puisqu'il y a une indexation des loyers. Mais ils vont augmenter en marches d'escaliers car chaque année le locataire va payer non plus 1% de plus comme il y avait normalement avant, puisque il y avait 1% d'inflation, mais 1% en plus, donc 2% et ça va s'accumuler. Donc il y a un effet revenu qui va progressivement compenser l'effet charge d'intérêt .

En faisant des simulations on voit que, dans le cas de cofinimmo, après 6 ou 7 ans l'effet revenu supplémentaire a compensé les frais de charges supplémentaires et ensuite le compte de résultat a un résultat net supérieur au point de départ

Donc le jeu entre inflation et le taux d'intérêt nominal est un jeu qui à long terme n'est pas nécessairement défavorable aux SIR.

Par contre il y a une période pendant laquelle on a le choc de l'augmentation des taux sans avoir encore l'amélioration des revenus locatifs. Il faut donc dans cette période là couvrir le risque. Dans les rapports annuels des SIR vous verrez qu'elles ont en moyenne 4, 5, 6 ans, 7 ans de couverture au moins partielle de leur charge d'intérêt.

Cette couverture intervient soit en contractant des emprunts à taux fixe, soit des emprunts à taux variables mais dans ce cas en les assortissant de couverture de taux d'intérêt, c'est-à-dire ce qu'on appelle les swap qui permettent de modifier un taux variable en un taux fixe

Aujourd'hui on est évidemment dans des taux nominaux très très bas. Comme ils sont bas, les sociétés immobilières ont généralement fixé des positions pour le long terme, ça d'au moins 5 ans parfois plus que 10 ans, pas pour la totalité de leur dette mais une grosse fraction. Donc elles se sont protégées contre une hausse rapide des taux qui serait provoquée par la banque centrale européenne ou d'autres facteurs. Mais néanmoins si leur compte de résultat n'est pas affecté, une hausse des taux peut provoquer des mouvements importants dans l'épargne, qui seraient que les investisseurs quitteraient les valeurs cotées en bourse et plus particulièrement les valeurs à revenus stabilisés en dividende.

Comme les SIR paient des dividendes assez élevés elles sont pour certains investisseurs un peu le substitut à investir en obligation. Donc on doit quand même s'attendre à ce qu'il y ait un mouvement de certains nombre d'investisseurs qui se disent je laisse de côté les titres immobiliers parce que je vais trouver du rendement de 3 ou 4 % dans des obligations, ce qu'ils n'ont plus trouvé depuis 5, 6 ans et donc il faut s'attendre à ce qu'il y ait quand même un shift, un transfert de l'épargne ou des portefeuilles d'investissement de l'immobilier coté vers les obligations.

Ce n'est pas tellement donc les comptes de résultats des sociétés immobilières qui seraient affectés mais c'est plutôt le déploiement des portefeuilles entre actions et obligations, et plus particulièrement les actions à revenus réguliers.

Parce que une action de croissance, internet ou des domaines de technologie nouvelle, elle a une dynamique différente et évidemment un résultat qui croît régulièrement, des dividendes en hausse régulière et même parfois très forte. On n'achète pas cette action tellement pour le dividende, mais plutôt pour la croissance.

Donc je ne suis pas vraiment pessimiste mais je pense qu'on doit être conscient que cet arbitrage du retour vers les obligations interviendra un jour.

Quoiqu'il y a des économistes qui disent que les raisons pour lesquelles les taux d'i sont aussi bas c'est pas tellement les politiques monétaires mais c'est d'abord une croissance économique faible, un excès d'épargne par rapport aux besoins d'investissement. Disons, les gros investissements industriels sont un peu derrière nous. Investir au sens premier, investir dans des sociétés de la nouvelle économie ça ne demande pas tellement de capitaux. Ce n'est pas comme une cimenterie, une aciérie, une industrie pétrolière, etc. On peut créer de la croissance économique, de la valeur, de l'emploi, dans le domaine internet avec des capitaux finalement assez faibles

Donc certains disent qu'il y a un déséquilibre entre l'épargne qui est relativement abondante pcq comme les taux sont bas, les gens épargnent beaucoup pour leur pension, leur retraite.

Par ailleurs si on regarde la répartition des richesses, on assiste (contrairement à après la deuxième guerre où il y a plutôt eu un effet d'égalsation) depuis une quinzaine ou une vingtaine d'années, à un effet de concentration. Ce surplus d'épargne est peut-être lié à ça par rapport aux besoins réels en investissement.

Donc il est possible que les taux, en tout les cas les taux réels n'augmentent pas tellement dans les prochaines années. Ca c'est des considérations macro qui sont un peu en dehors du sujet.

Donc il y a un impact des taux interne à l'entreprise mais qui est contré par l'augmentation des revenus, l'indexation des revenus, et par les protections tels que les swap d'intérêt .

Et puis il y a l'impact de l'i qui rend le marché boursier plus intéressant et donc des personnes quittent le marché des actions avec des dividendes réguliers pour se tourner vers quelque chose d'équivalent, c'est-à-dire des obligations avec des cashflow réguliers

Souvent les obligations et les actions d'immobilières ont été considérées comme un peu voisin, dans la mesure où il y a une bonne visibilité sur les dividendes futurs des Sociétés immobilières , comme c'est lié à des loyers basés sur des contrats de bail assez longs. Cofinimmo a 10 ans de bail en portefeuille. C'est un peu comme une société industrielle qui aurait 10 ans de carnet de commandes. Elle a une visibilité sur son cashflow futur qui est très bonne, en tout cas par rapport à des valeurs industrielles. Et donc elle est capable de prédire

assez facilement ses résultats. Elle fait en interne des prévisions mais ça ne veut pas dire qu'elle les publie. Ceux qui la connaissent bien peuvent même faire des calculs et faire des prévisions.

Comme tous ces titres SIR ont des revenus fixes, donc des prévisions de dividendes relativement claires, on confond un peu ça avec les obligations et on passe un peu de l'un à l'autre. Or, et c'est ça qui est intéressant dans tout ce que l'on vient de discuter, les risques ne sont pas du tout les mêmes parce que derrière une obligation il y a un risque de faillite du débiteur, derrière une action de SIR il y a un patrimoine immobilier, de la démographie, des risques réglementaires, des risques d'obsolescence technologiques, etc.

Mais donc les obligations à mettre en confrontation avec la valeur boursière des SIR publiques ce serait vraiment les obligations long terme d'Etat, comme des obligations allemandes, ou belges ?

Oui ce serait plutôt effectivement des obligations à 10 ans ou plus, 10, 15 ans.

Il y a plus de valeur explicative ou d'impact

Si on veut faire une droite de régression avec des coefficients qui expliquent très bien les résultats obtenus au niveau de la valeur en bourse de l'action SIR publique, celles qui expliqueront le mieux ça, seront les obligations long terme plutôt que des obligations court terme.

Oui, le « dividend discount model », vous avez le prix d'une action vaut le dividende divisé par un taux de capitalisation. Si vous supposez que le dividende est perpétuel, annuel mais de même niveau chaque année, vous faites perpétuité donc vous avez un taux de valorisation, du coup, qui est le dividende divisé par ce chiffre.

Alors parfois vous avez un facteur de croissance petit G , on peut l'espérer, pas toujours mais le G est relativement faible pour une société immobilière, si il y en a un.

Et donc quand vous avez une obligation long terme c'est un peu la même chose. La grande différence c'est que vous êtes sûr, si il n'y pas de faillite, de retrouver votre capital à la fin.

Tandis que vous ne pouvez pas dire, aujourd'hui vous achetez une action de SIR et vous la vendez au même horizon que vous auriez souscrit l'échéance de votre obligation vous allez récupérer le même montant, non il y a vraiment un risque qui est tout ce qui est industriel dans l'immobilier.

Dans le monde financier on dit que 2 événements futurs sont attendus. D'un côté les taux d'intérêt mais qui sont prédits comme augmentant assez faiblement, pas d'augmentation brusque. Et de l'autre côté un impact brusque qui serait une potentielle crise boursière dans le cas où tout le marché des actions s'écroule.

Vous avez énoncé que le marché immobilier suivait un peu la tendance. Y a-t-il une explication à cela ? Vous avez expliqué le cas de Londres. J'ai lu qu'il y a un Welfare effect mais je n'ai pas creusé cette information là. C'est ce que je vais faire dans les jours qui viennent.

Il y a un effet un peu croisé, c'est à dire que vous avez à Londres (pour prendre cet exemple là mais vous pouvez le reproduire sur l'immobilier résidentiel hollandais, ou l'immobilier de bureau hollandais).

Vous avez une contraction économique dans l'économie réelle, vous avez par exemple la crise financière où on licencie des gens dans les banques londoniennes, on a besoin de moins de bureaux à Londres. Mais souvent on se retrouve avec des sociétés immobilières qui ont des baux relativement longs. Donc elles ne vont pas souffrir tout de suite. Mais au renouvellement des baux, il y aura des gens qui ne renouvelleront pas et d'autres oui mais à des conditions de loyer inférieures. Donc ça c'est l'élément réel.

Les marchés voient ça et anticipent. Plus récemment le Brexit a provoqué une baisse des valeurs immobilières à Londres car les gens se sont dit qu'il y a des entreprises financières ou autres qui vont quitter l'Angleterre. Donc il y aura moins de demande pour nos bureaux donc les valeurs anglaises vont basculer. Mais ça, ça se comprend comme étant lié à l'économie réelle. Alors parfois l'effet est décalé par la durée des baux mais parfois il est aussi anticipé parce que les gens ne veulent pas être les derniers. On sait que le Brexit c'est seulement en 2019 et les baux se terminent peut être en 2022. Mais les gens se disent oulala je ne veux pas être le dernier à vendre et donc je vais vendre tout de suite. Et on sent que derrière ça il y a

une logique fondamentale, par contre il y a la logique de la corrélation des marchés qui fait que quand un segment se porte mal, les autres se portent mal aussi. Et c'est à la fois je dirais la psychologie de l'investisseur mais aussi le fait que quand certains sont obligés de vendre, ça a un effet d'entraînement et on vend le bon parce que on doit refinancer le moins bon. Et du coup tout le secteur peut basculer et on retrouve la corrélation qui devrait être moins que ce qu'elle est, mais qui est quand même bien réelle. En pure logique on se dirait voilà, regardons les résultats des sociétés durant la crise financière, pas tellement affectés. Sur le continent en tout cas il n'y a pas de raison que le cours dégringole de 30 ou 40 %.

Le cours de Cofinimmo est monté à 156 je crois et il est retombé à 70. Mais il n'y a pas eu de faillite, de chômage locatif, de vacance locative importante. Et puis maintenant il est remonté à 110.

Il y a un effet un peu pernicieux qui est qu'on oblige les REIT à valoriser leurs biens à la valeur de marché, trimestriellement. Il y a des experts immobiliers qui se prononcent sur les valeurs. Et ce qui est pernicieux c'est que par exemple en Angleterre où cette profession est très bien rodée, très bien respectée, qui a beaucoup d'autorité quand ils ont vu arriver ces crises financières ils ont réduit fortement les valeurs des biens et puis le marché s'est rétabli et ils ont réaugmenté... dû à la baisse des valeurs des biens les valeurs intrinsèques des actions, ça-d la valeur du patrimoine ... moins les dettes divisé par le nombre d'actions, sont tombées. Alors là, les banquiers s'inquiètent, ils demandent un renfort en equity, donc on va émettre, et puis alors il y a ce phénomène : je dois souscrire, sinon je suis dilué, et puis on se retrouve 2 ou 3 ans après, j'entendais des conférenciers à Londres qui disaient : on a été amené à mettre de l'argent dans ces sociétés pcq les experts avaient dévalorisé, maintenant ils ont revalorisé et en fait ceux qui n'ont pas pu souscrire ont été très fort dilués, ont perdu beaucoup d'argent alors qu'en réalité il ne s'est pas passé grand chose. Sur une période de 4 ans !

On parlait des segments (résidentiel, commercial, bureaux, logistique), et puis il y a les spécialisés (dans un créneau) et puis les mixtes comme Cofinimmo.

Y a-t-il des segments plus impactés par ces mouvements de taux d'intérêt, ces mouvements de bourse ?

Je ne crois pas qu'elles puissent être plus ou moins affectées par la bourse ou les taux d'intérêt . Par contre il y a peut-être une question intéressante qui est souvent soulevée : une SIR doit-elle être spécialisée ou diversifiée ?

C'était ma question suivante

Ce qui est marquant c'est qu'aux USA les sociétés sont très spécialisées. C'est un secteur très important aux USA. Forcément l'économie est beaucoup plus importante qu'en Europe et évidemment l'économie américaine c'est un seul pays avec les mêmes règles juridiques, les mêmes règles fiscales, sur un continent. Alors que chez nous dès qu'on sort de Belgique, investir dans l'immobilier à l'étranger c'est quand même un autre cadre juridique et fiscal, et urbanistique. Donc les sociétés américaines se sont spécialisées : il y a ceux qui sont en résidentiel, et encore là il y en a qui sont plutôt dans les immeubles à appartements, ou plutôt dans des quartiers de maisons, il y a des spécialistes des shopping center régionaux, ou plutôt centre ville,. C'est vraiment très très spécialisé par secteur. Et alors en Europe les investisseurs institutionnels disent : moi j'aime bien quand même des sociétés spécialisées parce que je peux faire mon choix, je me dis , tiens aux pays-bas il y a une grosse crise au niveau du secteur résidentiel donc je vends. Mais maintenant, ça reprend, donc j'identifie que c'est le bon moment d'entrer dans le résidentiel aux pays-bas. Bon, ça suppose que eux font beaucoup mieux les choix que les sociétés elles-mêmes.

Chez Cofinimmo on a vu à un certain moment que le secteur bureau allait présenter un certain nombre de problèmes internet, mais pas seulement ça, y a un peu la sur-construction à Bruxelles, les évolutions réglementaires, l'urbanisme (puisque'il y a une autorité urbaine de planification pour région Bruxelles-capital, une autre pour Zaventem, une troisième pour Waterloo...) bref, des questions de planification urbaine. Donc on s'est dit, il faut faire autre chose, donc on a cherché et on a trouvé une maison de repos, on en a acheté une , et puis petit à petit c'est devenu grand et puis c'est devenu 50%.

Beaucoup d'histoires de sociétés sont liées à un choix délibéré de se diversifier et parfois de se reconcentrer parce que certaines sociétés avaient 3 pôles et n'en ont plus que , voir plus que 1, donc il y a un peu de respiration dans le secteur de soit se diversifier, soit se spécialiser.

Mais beaucoup d'investisseurs spécialisés en immobilier souhaitent plutôt un modèle que l'on appelle « pure play » : donc les bureaux de Madrid, les bureaux de Londres, les centres commerciaux européens, la logistique européenne, le résidentiel allemand qui a été un très beau succès ces dernières années, donc des thématiques .

Mais en même temps ils souhaitent la taille car ils ont besoin de liquidités : donc si on leur dit, vous pouvez investir dans le logement étudiant mais la boîte fait 100 millions de market caps et il y a 100.000€ de traité par jour. Ah mais les logements étudiants c'est bien il faut qu'ils grandissent. Oui mais ça prend du temps, faut les trouver les logements étudiants, ils valent pas 60.000€ pièce, pour faire un portefeuille de 600 millions

Vous dites que dans le marché belge, contrairement à d'autres pays, il y a la partie investisseur personne physique, donc non institutionnelle, qui est plus élevée. Ces investisseurs là je suppose qu'ils recherchent plus des sociétés diversifiées que des « pure players » ?

Oui effectivement. C'est un des atouts du secteur belge, c'est que ces investisseurs ont un peu plus de proximité avec les valeurs belges. Ils se disent, tiens, cofinimmo a tel immeuble qui est près de chez moi, ou ils ont vu des affiches dans les rues , et j'ai une tante qui est dans une maison de repos et c'est cofinimmo qui possède la maison. Il y a un peu de lien avec le patrimoine qui est plus direct et qui est sûrement un point positif. Quand je faisais des présentations à des investisseurs particuliers j'avais souvent des questions très ponctuelles comme, vous n'avez pas de maison de repos à Namur, c'est pas normal ça, je suis namurois... C'est assez sympa. En fait on se dit qu'il y a encore moyen de faire d'autres choses.

Mais comme je disais, les gros volumes d'épargne sont de plus en plus quand même institutionnels. Même la première valeur immobilière cotée en Belgique n'est jamais que la 25^{ème} européenne. Pour avoir une taille dans les 10 premiers il faut être sur un marché français, anglais, allemand. Il faut vraiment passer de l'économie comme la nôtre à quelque chose de beaucoup plus grand. Mais les SIR petit à petit s'internationalisent. C'est une tendance que l'on voit depuis une petite dizaine d'années, avec à partir de Bruxelles, des portefeuilles qui comportent quand même une certaine quotité de biens en France, en Allemagne, aux Pays-Bas. Des pays voisins en général.

A partir de ce noyau de 17 sociétés immobilières on a pu développer des sociétés qui vont peut-être petit à petit jouer un rôle international plus important.

Si cofinimmo investissait beaucoup en France, elle garderait le statut de SIR publique en Belgique et qui est taxé en Belgique ?

C'est une des difficultés de la croissance internationale. Dans les pays voisins de la Belgique tous n'ont pas l'équivalent d'un régime fiscal SIR. Aujourd'hui il y a dans l'union européenne 13 pays (je ne suis pas tout à fait sûr du dernier chiffre) qui ont un régime REIT (real estate investment trust) : SIIC en France, UK Reit, ...

La 1^{ère} question est de savoir si il y a un régime qui existe.

La 2^{ème} question est de savoir si ce régime est accessible aux étrangers. Malheureusement le régime fiscal allemand n'est pas ouvert aux investisseurs étrangers. Quand cofinimmo a investi en Allemagne elle a investi avec un régime fiscal qui est le régime de droit commun. Donc elle va amortir les bâtiments. Ces amortissements seront déductibles de la base imposable. Elle va rapatrier sur la Belgique un dividende qui est le résultat net après amortissement.

En France, le régime SIC est accessible pour les investisseurs étrangers. Cofinimmo a le régime SIR pour ses investissements en Belgique et elle a aussi le régime SIC pour ses investissements en France. Elle peut investir soit directement en France. Elle a alors à ce moment-là une succursale de droit français qui a le régime SIIC, ou elle peut créer des filiales en France qui ont le régime SIC. La même chose aux Pays-Bas.

Si elle investissait en Angleterre elle aurait le régime de UK REIT.

Chaque pays nécessite, et c'est la complication, de faire une étude fiscale, de voir comment optimiser l'achat, quel est le droit d'enregistrement, après faut voir comment le cashflow va être taxé localement, comment on va le ramener sur la Belgique, y aura-t-il un prélèvement à la source, est-ce qu'on va pouvoir...(?) les conventions préventives de double imposition et avoir un précompte immobilier à étranger réduit ou pas, faut-il maintenir une participation à un certain niveau, etc. ? C'est compliqué.

Mais la maison mère est en Belgique, peu importe les filiales qui sont à l'étranger, la consolidation doit correspondre à ces règles énoncées en Belgique.

Les règles (taux d'endettement, diversification) s'appliquent au bilan consolidé.

Mais les règles fiscales s'appliquent en non consolidé. Le précompte mobilier peut être réduit par exemple de la Hollande vers la Belgique à 5% parce qu'il y a le traité préventif de double imposition. On rentre dans des considérations purement fiscales mais normalement entre sociétés de l'union européenne vous avez la directive « mère-fille » qui veut que quand une société a une participation permanente dans une autre société d'un état membre il n'y pas de retenue source. Mais comme la SIR a un régime dérogatoire du droit commun cette règle ne joue pas. Mais quand même il y a le traité préventif donc on peut réduire la retenue source à 5%. Mais ça sort du cadre du mémoire.

Ce qu'il faut retenir c'est que l'internationalisation implique de connaître les règles d'investissement locales, de trouver un marché, de trouver les locataires, des corps de métiers pour construire et réparer les bâtiments, et mettre au point une structure financière et fiscale ad hoc.

Mais ce serait vrai aussi pour une société industrielle donc ce n'est pas propre à l'immobilier.

Les SIR institutionnelles, elles peuvent être cotées mais aucune ne le fait en pratique. Je suppose que ce statut permet à des sociétés qui ne veulent pas être cotées en bourse de profiter quand même du statut de la SIR publique ?

La Sir publique fait appel public à l'épargne et dans ce cadre il y a une législation de protection de l'épargne qui est très importante.

En 2010, les Sicafis voulaient pouvoir créer des filiales qui aient le même régime fiscal et donc on a créé des Sicafis dites institutionnelles dans lesquelles l'actionnaire majoritaire doit être une sir Publique, une sicafi publique à l'époque. L'intérêt était d'avoir par exemple un co-actionnaire dans la filiale qui puisse détenir des titres mais il fallait que ce co-actionnaire soit

un institutionnel, qu'il puisse lui-même apprécier le risque de son investissement et ne pas avoir la protection du régime de l'épargne publique.

Aujourd'hui on a reproduit ça dans la loi Sir, donc il y a des Sir publiques et des Sir institutionnelles mais qui doivent obligatoirement être des filiales de Sir publiques.

Ce qui a changé c'est qu'il suffit qu'une Sir publique ait 25%, pour que sa filiale soit qualifiable de Sir institutionnelle (SIRI). Les co-investisseurs ne peuvent être que des institutionnels. Donc on pourrait la coter en bourse mais il faudrait empêcher que l'action ne termine dans les mains d'un particulier, ce qui techniquement est très compliqué. Si elle est cotée sur Euronext, il n'y a pas de mécanisme qui empêche le citoyen d'acheter. Donc on pourrait imaginer qu'elle soit cotée avec des titres nominatifs et que si jamais il y a quelqu'un qui achète et qui n'est pas qualifié d'institutionnel, on refuse cet actionnaire mais c'est théorique. En réalité l'intérêt des Siri c'est de pouvoir être dans le régime fiscal de la Sir et d'avoir comme société mère la Sir publique, une Sir publique au moins, et d'avoir comme co-investisseurs des sociétés d'assurances, des fonds de pension, etc.

En 2016 on a introduit un régime nouveau, à côté de la sir, qui est le fonds d'investissement immobilier spécialisé (FIS). Le FIS a l'origine fiscale de la SIR, et d'ailleurs un Fis peut devenir une Sir, et une SIR peut devenir un FIS. Le FIS a des actionnaires exclusivement institutionnels et n'est pas coté, n'a pas besoin d'avoir une Sir publique comme actionnaire. Donc c'est un peu comme une SIRI, la seule différence c'est qu'il n'y a pas de nécessité à avoir un actionnaire Sirp.

Et le but est de permettre l'investissement immobilier encore une fois des compagnies d'assurance, des fonds de pension, des investisseurs institutionnels étrangers etc.

Est-ce que ces Fis sont aussi dans la détention de biens pour la mise en location ou bien c'est plutôt achat –vente ?

Non c'est aussi patrimonial.

Donc c'est un peu comme un doublon entre la Sir et la Fis ?

Donc il faut voir un peu l'épargne institutionnelle, elle a la possibilité d'investir soit dans des sociétés immobilières cotées, Reit ou non Reit, sir ou non sir classique (des Athenor), soit dans l'immobilier direct (je détiens tel immeuble, je le donne en location), soit dans des fonds. Et ces fonds sont quand même des sociétés, donc il y a encore une fois l'effet d'éviter le droit d'enregistrement à la sortie, donc le Fis achète un immeuble et paye les droits puis l'actionnaire du Fis revend les actions du Fis sans droit.

Et de façon générale dans la plupart des économies développées il y a des structures de type Fis, (OPCI en France, des structures en Allemagne très classique qui détiennent de l'immobilier) et qui permettent aussi une certaine diversification : donc plusieurs institutionnels peuvent détenir ensemble un immeuble.

De par cette introduction vous pensez que la Siri risque vraiment de disparaître ou bien ou bien pas du tout

Non les Sirp publiques ont toujours besoin de filiales en Belgique, pas les multiplier mais il y a des Siri et il continuera à avoir des Siri. Par contre des Siri cotés je ne pense pas qu'il y en aura jamais. La Sir publique peut investir dans un Fis.

Et alors la différence d'intérêt entre la Sir et la Fis ?

Oui c'est encore une bonne question. Je dirais que point de vue réglementaire il y a Siri, ça veut dire quand même un statut de Sir octroyé par la FSma, il faut faire un dossier qui est relativement lourd. Tandis que un Fis du point de vue statut c'est simplement une inscription sur une liste tenue au ministère des finances donc du point de vue réglementaire c'est beaucoup plus léger de faire des Fis, mais on ne peut faire des Fis que depuis quelques mois Et donc je pense que les Sir publiques vont petit à petit détenir des Fis.

La Fis est plus en concurrence avec la Siri que la Sir publique (qui elle est cotée donc logiquement elle a une autre dimension que la Fis) ?

La Fis n'a pas d'obligation de diversification. Elle peut très bien détenir un seul immeuble et un seul locataire. Elle ne doit pas observer une règle de diversification. La Siri n'en a pas non plus parce que la règle de diversification s'applique dans le périmètre de...

A côté des 25 % plus une action. À côté des investisseurs éligibles pour les Siri , ils ont ouvert la porte à des investisseurs particuliers il me semble à la condition que l'investissement de base soit de minimum 100 000 €. Je me trompe ? J'ai peut-être mal interprété ?

C'est avec la nouvelle loi qui est entrée en vigueur en 2017 qui étendait les activités que la Sir pouvait exercer, qui créait le statut de La Sir à but social, et puis à côté de ça, qui rendait la collaboration d'une Siri et Sirp plus facile avec la diminution de 50% à 25%.

Pour être qualifié d'institutionnel il faut respecter un certain nombre de critères. Donc un individu peut éventuellement être qualifié d'investisseur institutionnel si il respecte ces critères. Je n'ai pas ces critères en tête mais je pense qu'il y a un critère de montant d'investissement par ligne.

Et donc il faudrait d'abord regarder cet aspect là. Et puis effectivement, il faut voir dans la loi de 2017 il y a quelque chose sur la Sirp sociale, ça je ne connais pas par cœur.

Pour conclure, il faut se concentrer sur les fondamentaux et insister sur le fait que l'immobilier est un secteur industriel avec ses propres risques . On oublie ça trop facilement. On se dit que c'est comme une obligation financière qui se rapproche des métiers bancaires. Mais ce n'est pas vrai, ce n'est pas ça. On n'est jamais sûr d'être remboursé de son capital, même si son débiteur ne fait pas faillite. Ce n'est pas ça. C'est d'abord la cité au sens philosophique, c'est mettre des environnements construits à dispositions des entités économiques et des citoyens. Il y a des clients et faut que ces clients soient satisfaits, qu'on leur donne le bon produit au bon moment, au bon prix. Et c'est très lourd en investissement, c'est des grands bateaux qui prennent beaucoup de temps à changer de cap. Il faut aimer le long terme.

ANNEXE C Interview de monsieur Serge Wibaut,

en sa qualité de président du conseil d'administration d'Aedifica, une SIRP spécialisée en maison de repos

(expériences précédentes : professeur d'économie et de finance dans diverses universités, CEO AXA Banque, CIO Real Estate AXA Belgique)

J'ai travaillé +/- 8 ans chez AXA. J'ai dirigé la banque, puis j'ai été directeur des investissements sur 13 pays, j'avais un gros portefeuille d'actifs à gérer, 200 milliards, mais il y avait de tout, dont une quinzaine de milliards d'immobilier.

J'ai démissionné de AXA en 2008. Je donne des cours en finances, actuariat, en sciences éco. J'ai aussi gardé des postes d'administrateurs plutôt en banque (BNP, Dexia) mais aussi des assurances. Il y a 3 ans, Aedifica m'a demandé d'être administrateur chez eux sur base de mon expérience d'investisseur. Mais ne me demander pas le prix d'une brique ou du mètre cube de béton, je ne suis pas ingénieur. Donc j'ai repris la présidence du conseil d'administration de Aedifica (je ne suis pas exécutif) il y a un an et demi.

J'ai un regard un peu différent vu que mon passage dans l'immobilier s'est fait à partir de 2000 quand j'ai rejoint AXA.

Mon mémoire porte sur les Sir publiques et les risques. Je compte me concentrer sur le risque financier, donc les taux d'intérêt et des variations d'un indice boursier sur la variation des SIRP.

Il y a un problème un peu ignoré, un peu sous-estimé : le problème des « leverage ».

Les SIR, comme vous le savez, ne peuvent pas être endettées au-delà de 65 %.

Le taux d'endettement est calculé en fonction de la valeur des immeubles aussi, qui fluctue.

Il faudrait vérifier précisément comment se calcule ce taux, parce que il y a le cours de l'action qui intervient et le prix des immeubles. Mais donc là, il y a un petit risque que les sociétés immobilières en général sous-estiment.

Alors moi, j'ai tendance à le sur-estimer parce que mon passé de banquier et mon travail dans le secteur de l'assurance qui est hyper réglementé, et dans lequel il y a toutes sortes de ratios qui sont les plus grosses contraintes pour un assureur ou une banque : les ratios de solvency 2, de Bâle 3 et Bâle 4 dans le secteur bancaire.

Vous n'avez pas cette réglementation si dure dans les SIR, mais il y en a une qui est leverage.

Si jamais une SIR voit la valeur de ses actifs dégringoler ou chipoter, son ratio d'endettement peut être affecté par ça. Je ne dis pas que c'est un risque majeur. Et j'ai personnellement tendance à le sur estimer. Mais les gars des immobiliers ont tendance sincèrement à l'ignorer.

Mais il me semblait justement que dans la loi il était écrit que aucune action ne pouvait mener à ce que ce taux passe à 60 % sauf la variation de la juste valeur des immeubles.

Oui mais alors il faut prendre des mesures et il faudra faire quelque chose. Je connais moins bien la loi que vous sincèrement. Mais je me dis que le législateur s'est dit : imaginons que la valeur des immeubles ait fortement varié, de manière durable, et fait que votre ratio d'endettement se soit détériorée, alors on peut dire que de manière transitoire on reste avec un ratio d'endettement qui dépasse les 60% mais ça ne peut pas « continuer durer » comme on dit chez nous.

Il faudra refaire un petit coup de sonde là-dessus.

Alors le marché belge est relativement stable dans le prix des actifs mais il peut y avoir des mauvaises surprises. J'ai une approche très financière.

Il y a le risque de refinancement ça c'est clair.

Alors ça dépend de l'activité de la SIR. Si ce sont des loyers, si ce n'est pas de la promotion, il y a le risque de l'inflation ou de décalage entre les taux d'intérêt et l'inflation. Que vos loyers sont indexés, ça c'est une chose. Maintenant une SIR ne peut pas emprunter à 30 ans, c'est quatre ans cinq ans, six ans. Elle se disent toujours si les taux d'intérêt augmentent, l'inflation va augmenter aussi. Il y a une corrélation quasi parfaite. Si ce n'était pas le cas, ils sont foutus. Imaginez un peu que les taux montent et que l'inflation ne suit pas, votre coût de dette augmente et vos rentrées ne sont pas indexées. Ca c'est un autre petit risque qui peut se produire, que je regarde dans mon rétroviseur quand je suis dans un conseil d'administration.

Pour moi, une SIR est une société financière dans laquelle il y a un département d'ingénieurs, qui construit mais sinon, elle s'endette, elle doit payer son capital, elle s'endette et elle a des rentrées des cash-flows étalés dans le temps, du loyer, ou bien elle espère faire une plus-value sur une construction. Mais c'est le rôle d'une banque ça, une banque ou un assureur ne font rien d'autre : il prend de l'argent, il emprunte et il prête pour faire des prêts hypothécaires. Ça une SIR le fait mais avec un taux d'endettement bien moindre que pour une banque. Une banque et un assureur sont très endettés, c'est plus dangereux.

Mais quelque part le risque est le même et donc le financement versus il y a un risque crédit dans une SIR : si elle loue, c'est le vide locatif évidemment.

Prenons le cas de Cofinimmo, ils ont un immeuble de la Royale belge sur le boulevard du souverain qui est vide depuis un an et qui ne va pas se remplir vite. Ça vaut XXX millions au départ ça ne vaut plus que XX millions aujourd'hui à peu près. Mais ne citer pas cela car je ne suis pas certain des chiffres.

KBC avait beaucoup de bâtiments dans la périphérie de Bruxelles qui était loués essentiellement à des boîtes Internet et elles sont toutes tombées en faillite. KBC s'est retrouvé avec une grosse partie de son portefeuille qui est vide. Vous avez donc là aussi un risque crédit.

Moi j'ai un peu le mauvais biais financier. Il y a des risques, mais ils sont moindres que pour une banque mais tous ces risques sont là. Pour moi c'est une boîte à flux financiers dans laquelle il y a quelques ingénieurs qui construisent des bâtiments, mais c'est une boîte financière avec tous les risques financiers que vous allez trouver dans une institution financière.

Qui investit dans une SIR publique ?

Il y a certainement les institutionnels, les fonds de pension, les assurances, c'est à ceux-là que je pense. Mais (nldr : les investisseurs dans les sirp sont) vraisemblablement proportionnellement plus les petites qui ne parviennent pas à se construire elle-même un portefeuille immobilier en direct donc elles diversifient. Elle se disent : acheter du Cofinimmo revient à acheter un portefeuille de 200 immeubles.

Est-il possible de trouver des proportions investisseurs privés et investisseurs institutionnels ? Via Bloomberg ? Je voulais faire une comparaison entre le marché belge, hollandais, français C'est compliqué. Ça je ne sais pas où vous allez trouver ça. Est ce que ça existe ? Pour la plupart des firmes cotées vous allez trouver leurs plus gros investisseurs, mais si une assurance comme l'Ardenne Prévoyante qui investit dans Cofinimmo , ce sera à peine 100.000€,

Ils ne rentrent pas dans les 3%. Dans le rapport annuel de Cofinimmo je ne le trouve pas .

D'abord il faut le seuil de déclaration ça c'est une chose.

Je ne sais pas très bien où on pourrait trouver ça.

Mais donc vous trouveriez des institutionnels qui vont faire ça, je pense assurance, fonds de pension, des gros fonds de placement qui vont investir aussi, qui ne veulent pas avoir de la brique en direct et qui veulent du papier.

Mais il y aura maintenant un petit bémol à ça, c'est que les assureurs ont avantage en terme de coût du capital à investir tout de suite dans la brique plutôt que dans du papier, elles ont le Solvency 2. Si ils investissent dans du papier, ça compte comme une action et le coût en capital est bien plus élevé que si c'est de la brique parce qu'on considère qu'une action est plus volatile que la brique.

Donc en terme de risque ils doivent constituer une réserve plus importante ?

Ils doivent mettre plus de capital, plus de fonds propres. De mémoire, je crois qu'une action est choqué à 45 ou 49 % donc il faut garder X % de fonds propres fois 49 % et si c'est de la brique c'est 25 %. Donc là, l'avantage est important ce qui fait sans doute que plusieurs assureurs vont essayer de sortir du papier.

Mais alors vous allez trouver des fonds de placement qui vont dire « tiens voilà on a investi dans du bureau, dans des homes pour personnes âgées » (Aedifica par exemple) (black rock par exemple investit dans des SIR) et puis vous avez des petits épargnants lambda.

J'ai entendu l'argument de la diversification. Y a-t-il d'autres avantages pour ces investisseurs d'investir dans la brique papier plutôt que de la brique ?

Il y a quand même une facilité de gestion ce n'est pas vous qui devez appeler le plombier à 22h pour remplacer le robinet. Oui il y a une facilité de gestion. Et de la diversification c'est clair.

Et des inconvénients, des désavantages vous en voyez ?

Volatilité du cours.

Pendant 6 minutes Monsieur Wibaut donne une explication mais ne veut pas être cité.

Pour vous, quelles sont les principaux risques pour l'investisseur qui vous viennent en tête : il y avait le refinancement, le vide locatif.

Pour l'investisseur, c'est la volatilité du cours évidemment

Le vide locatif : le client tombe en faillite ou il part. Chez axa nous avons notre plus gros locataire qui représentait 20 % du portefeuille la société, était Suez Electrabel. Si celui-là était parti on aurait eu 20 % du portefeuille vide. Cofinimmo pèse maintenant trois 3 ou 4 milliards et il a 150 millions qui est vide, ça pèse lourd.

Au niveau de la volatilité on entend souvent parler du risque des taux d'intérêt, on s'attend à ce que les taux d'intérêt augmentent. Par ailleurs beaucoup de gens disent que dans les années qui viennent il y a le risque de crise boursière parce que on considère que c'est une des plus grandes périodes sans crise qu'on ait eu depuis très longtemps. Concernant premièrement le risque d'intérêt, quelle est la mécanique par laquelle ça impacte... (M.Wibaut interrompt la question)

Le taux d'endettement. Si vous avez 50% d'endettement et que vous empruntez aujourd'hui à du 2 % (pour dire quelque chose) et que demain c'est 3%, donc c'est juste le coût du financement et pour autant que vos loyers ne suivent pas. Donc si c'est une augmentation du taux d'intérêt, allons disons que vous avez un portefeuille d'un milliard, avec 500 millions d'endettement, 1 % par an ça fait cinq millions de coût en plus. Vous allez dire c'est pas beaucoup enfin si vous avez un rendement de 4 ou de 4,5, pour autant que les loyers ne suivent pas, ça empiète méchamment votre résultat

Le loyer est indexé chaque année

Ça dépend du type d'immeuble. Si c'est du loyer « loyer » en général la réponse est oui. Alors ça dépend où en plus. En Allemagne ça n'est pas indexé au-delà d'un certain seuil. Ça dépend des pays. Mais sinon si c'est un loyer de bureau par exemple, oui. Si c'est un immeuble commercial ce n'est pas vrai, c'est sur base du chiffre d'affaires. Les entrepôts je ne sais plus. Donc, normalement c'est indexé sur l'indice des prix à la consommation mais vous avez des petites feintes. Alors très souvent les gens renégocient aussi, ils disent souvent « les affaires ne vont pas bien ». Ou dans le cas où comme ici l'immeuble est vide, le locataire est en position de force en cas de négociation de loyer.

Si les taux augmentent et que les loyers ne suivent pas, la rentabilité de la SIR est amputée. Donc ça c'est le lien. Ça c'est clair.

Alors actuellement un autre souci qu'il y a pour un détenteur d'une action d'une SIR, c'est qu'effectivement les taux sont tellement bas que tout le monde cherche du rendement et le moindre point de base. Une SIR offre du rendement puisqu'il y a des loyers qui rentrent, donc tout le monde s'est précipité sur des actions de SIR comme sur le Bond. Elle va continuer à me payer du 3, ou 4% puisqu'il y a des loyers qui tombent. Mais le jour où le taux montent, non seulement la rentabilité sera un petit peu amputée parce que le coût de financement augmente, mais tout à coup les gens se disent oui mais là je peux acheter des obligations qui me payent. Et donc je vends mes SIR. Et j'achète des obligations. Donc ça accentue encore la baisse des prix. Donc pour pas mal de fonds immobiliers aujourd'hui le cours est sans doute un petit peu gonflé parce que les investisseurs cherchent du rendement à tous crins. Et pour certaines SIR, le cours est sans doute artificiellement gonflé parce qu'il y a une recherche de rendement à tous crins de la part des investisseurs.

Est-ce qu'il existe des études qui montrent que certaines SIR sont sur évaluées, sur valorisées par rapport à leur patrimoine et par rapport à leurs espérances de... (Monsieur Wibaut répond)

Vous comparez la Net Asset Value, donc la valeur nette des actifs, donc vous prenez la valeur des actifs vous décomptez la dette et vous regardez combien vaut le portefeuille. Et puis vous regardez la valeur de capitalisation boursière de la boîte et vous vous dites celle-là c'est 150 % de la valeur nette d'actifs et il y en a. Vous prenez Aedefica c'est 150 % : si vous prenez la valeur nette d'actif ça doit être 54 € par titre et ça cote 81.

L'idée est que l'espérance du cash-flow futur n'est pas une grande variation, une grande augmentation, une grande baisse

Au contraire c'est un secteur en croissance. Donc c'est une boîte qui va faire encore des toutes bonnes affaires et ils vont trouver des bons deals dans les années à venir et donc le cours ne peut faire que grimper parce que ce portefeuille va croître à un taux de croissance de X pour cent par an.

Ca implique donc une valorisation qui prend du temps.

Et il y en a d'autres comme ça sur le marché et qui cotent bien au-dessus de leur valeur nette d'actifs. Maintenant il peut y avoir deux choses : soit je pense que c'est une boîte qui est en croissance elle va monter, soit c'est simplement le marché qui cherche un petit peu n'importe quoi comme rendement, et on se dit c'est une boîte qui crache X pour cent par an. Et vous avez cela sur tous les actifs aujourd'hui, tout est cher. On a délaissé dans les portefeuilles les obligations qui ne payent pas, donc on achète des actions, de l'immobilier, du high yields, de l'art, et donc tous ces prix-là sont sans doute inflatés mais le taux de croissance future de certaines SIR peut justifier que le prix soit trop élevé. Maintenant seul l'avenir nous dira si c'était justifié ou pas.

Il y a l'impact interne au niveau des coûts et des revenus et puis il y a l'impact externe, l'attrait entre les obligations et actions. Au niveau de l'impact interne, monsieur Carbonnelle me disait qu'après six ans il y a une égalisation au niveau de l'inflation et de l'accroissement des taux d'intérêt. Voyez-vous de quoi il parle ?

Je ne connais pas de règle qui dit que le taux d'inflation ou que le taux d'intérêt...

Que à CT la variation du taux d'intérêts engendre plus de cout, entraine un décalage entre l'inflation et le taux d'intérêts et qui fait qu'à CT il faut avoir des réserves pour pouvoir supporter cette différence. Mais que sur le LT, je pense après 6 ans, ça s'égalise à peu près.

Moi je disais 5 ans tout à l'heure. Une SIR ne parvient pas à emprunter au-delà

Aujourd'hui vous empruntez de l'argent à cinq ans. Cela vous coûte 2 % et vous touchez un loyer. Vous n'avez pas d'autres activités. Vous avez juste un immeuble et l'emprunt qui couvre l'immeuble. .. ?.. fonds propres. Vous n'achetez rien d'autre. Vous avez emprunté pour cinq ans (ou 6 ans). Le taux d'intérêt augmente. Vous, aujourd'hui vous vous en foutez. Vous êtes

coincés pour cinq ans. Si l'inflation augmente aussi c'est une bonne nouvelle pour vous. Et au bout de 5 ans, vous devez réemprunter à un taux plus élevé et vous touchez vos loyers et l'inflation n'a plus bougé. Il y a eu un choc. Donc au bout de cinq (ou six ans) ça s'égalise dans les deux sens.

Si vous avez un portefeuille plus compliqué, tout ça devient sur des moyennes. Si vous achetez des nouveaux immeubles tout à coup tout ça est en dynamique. Mais les cinq ou six ans qu'il cite, ça doit être ça. Ce n'est pas une question de dire que la corrélation taux d'intérêt / taux d'inflation se fait sur six ans. No way. Non, absolument pas.

On obtient un taux fixe sur cinq ans par exemple et donc à la fin de ces 5 ans on retombe à égalité

Même si vous empruntez à taux variable, ce qui est le cas, vous pouvez aussi swapper ça, en taux fixe même. Une SIR ne va pas tomber à 10 ans, on ne lui fera pas assez confiance là-dessus.

Actuellement par rapport à ce risque du taux d'intérêt, en interne quelles sont les protections utilisées par les entreprises ?

Des options. Ou des swap. Des forward swap. Je ne connais pas tout le secteur, je ne sais pas ce qui se passe dans toutes les boîtes mais ce seront des options, ou des forwardswap.

Peut-on considérer que l'impact des taux d'intérêt est plus ou moins moins contrôlé ?

Oui. Alors moi je ne le connais pas toutes les SIR. C'est suivi. En tout cas chez Aedifica, c'est suivi. Et il y a une grosse partie qui est couverte, ou swappée, ou avec des options. On ne trouve pas, une SIR de la taille de Cofinimmo et plus gros peut difficilement trouver des produits de couverture à 20 ans.

Un gros assureur peut faire ça. Je l'ai vu chez axa, je couvrais à 20 ans, 25 ans. J'ai acheté un portefeuille d'actions à 25 ans sur les taux. Une SIR ne peut pas faire ça. Axa pouvait se permettre de faire ça. Cofinimmo, Aedifica ne vont pas pouvoir négocier avec une banque un truc à 25 ans. Peut être un swap, et encore, ça va coûter trop cher en capital à la banque, c'est compliqué à suivre, ça n'est pas « rated », il n'y a pas de rating sur ce genre de boutique.

Le deuxième est le risque d'un mouvement boursier à la baisse. J'ai lu dans des articles écrits par des universités qu'il y avait une corrélation assez prononcée entre le marché boursier dans son ensemble, enfin des actions dans son ensemble, et puis les actions des REIT en général.

Oui ça doit avoir un Bêta qui tourne autour de 1, des REIT.

Y a-t-il une raison particulière, à part juste une tendance globale du marché ?

Alors il faut voir où sont les REIT, si c'est aux Etats-Unis ou en Grande-Bretagne. Ce ne sera pas le cas en Belgique. Je pense qu'en Belgique, je n'ai jamais fait l'étude de ça, le bêta doit être inférieure à 1. À mon avis, cela doit être 0,8. Quelque chose comme ça. Mais je n'ai pas fait d'études là dessus. Je n'en ai pas vu non plus, mais cela doit exister. Si vous mettez la main dessus pourquoi pas. Maintenant en Grande Bretagne et au Etats-Unis c'est plus volatile qu'ici par ce que ce sont des...(je reviens à votre question première je ne l'oublie pas) mais les REIT souvent aux Etats-Unis ou en Grande-Bretagne, il y en a pas mal où c'est du trading. Donc ça vend, ça achète des immeubles, ça tourne dans des fonds. Alors qu'ici c'est quand même plus ce qu'on appelle du by and hold. Une SIR achète un immeuble de bureaux en espérant rester 10 ans, avoir cet immeuble pendant 10 ans. Ils ne vont pas acheter un immeuble pour le revendre dans 1 an.

Vous allez plus trouver des REIT où ça tourne (elles sont pas toutes comme ça en Angleterre aux Etats-Unis mais il y en a). Et vous dites dans huit ans je ferme ce REIT. Je créer un fonds, il y avait 50 immeubles dedans, mais dans deux ans la moitié des immeubles auront disparu et on va en acheter d'autres. Ça tourne, on fait les plus-values. C'est un peu plus sportif ce qui veut dire forcément plus volatile car vous espérez faire des plus-values.

Je pensais que la définition du statut de REIT c'était vraiment avoir une vision patrimoniale et de gestion sur le long terme

Mais il n'empêche que, je vois ça chez AEdifica où certains analystes financiers et certains investisseurs institutionnels demandent que l'on fasse du trading. Mais on n'en fait pas.

Mais ils disent tiens vous devriez en faire sur une partie de votre portefeuille. Alors vous avez le fonds de commerce qui est là effectivement. Je ne vais pas citer de chiffres. Mais ils disent tiens au fond vous devriez peut-être plus facilement vendre des parties du portefeuille pour en acheter d'autres. Donc ça c'est un truc qui est plus courant dans les pays anglo-saxons. Alors je répète tous ne font pas ça, ça n'est pas la moitié du portefeuille qui disparaît en six

mois mais quelque part c'est plus dans les mœurs de dire qu'il y a une volatilité, le portefeuille tourne un peu. Ce qui est moins le cas chez nous. Je ne sais pas ce qui est en Allemagne ou en France, mais je dis voilà le portefeuille anglo-saxon, il y aura une portion quand même plus trading.

Alors pour revenir à votre question première qui est de dire tiens pourquoi est-ce aussi bien corrélé avec le marché boursier dans son ensemble. Alors ça dépend de nouveau de quel REIT on parle, mais si c'est des REIT qui font du bureau, du commercial, et des entrepôts, donc pas de résidentiel, vous êtes totalement liés à l'activité économique. Donc si les choses vont bien vous avez des bons loyers, et si les choses ne vont pas bien, vous avez du vide locatif, des gens qui ..(?) commercial, les affaires ne vont pas bien, mon loyer diminue, les entrepôts sont à moitié vide le loyer va se négocier. Donc je ne suis pas étonné de ça, quelque part vous allez trouver quelque chose qui est vraiment lié aussi aux cycles fondamentaux de l'activité économique.

Donc c'est lié à l'activité économique. Maintenant un REIT qui ne fait que du résidentiel il va être moins affecté par cela parce que les gens doivent habiter quelque part. Et cela va rester plus stable, et le rendement sera plus stable aussi sans doute mais plus bas. Mais si vous avez un fonds qui fait du bureau, du commercial, et de l'entrepôt, il est en plein dans l'activité économique et donc ce n'est pas étonnant, mais je ne connais pas les bêta, mais faut aller voir ça existe ça,

Les bêta sont inférieurs à 1 généralement

Oui ça va être un peu plus stable mais ça ne doit pas être..., je dirais que aux Etats-Unis on doit être aux alentours de 0,9, donc on doit être ici à 0,8. Mais vous êtes sur l'activité économique.

Alors un promoteur immobilier lui peut être supérieur à . Si c'est un fonds qui fait de la promotion, il prend la tatouille, si il construit l'immeuble et que ça ne se loue pas, donc il est en vide locatif total.

Alors il y a les fonds qui sont encore plus affectés c'est par exemple les fonds qui font des hôtels par exemple. Dans les hôtels quand vous avez une baisse de l'activité économique ils se vident. Il n'y a plus d'affaires donc les gens ne vont plus en voyage d'affaire. C'est le genre de secteur qui est affecté lourdement.

Il me semble que dans les SIR il n'y en a aucune en Belgique qui sont dans le secteur de l'hôtellerie.

Très peu. Aedifica a 3 ou 4 %, quelque chose comme ça, mais on n'est pas actif là dedans. Il y en a une qui pourrait se créer.

Mais cela m'intéresserait car je comptais aussi faire une segmentation de marché, et ce que vous me dites là m'intéresse beaucoup en terme de la résilience de certains segments par rapport à d'autres.

En lien avec la régression, mon idée était d'utiliser un logiciel comme stata, qui permet de faire des régressions sur base d'une base de données, pour pouvoir justement peut-être voir les résultats sur le marché Belge comparé au marché français Hollandais. Mais je me rends compte qu'il y a toute une série de choses comme la cointégration, et toute une série d'ajustements au niveau de la base de données pour que cette base de données ne soit pas influencée par les cycles. Comme j'ai entendu que vous avez été professeur d'économétrie.. Il y a 25 ans donc on oublie ça. Je ne pourrais plus vous être utile. Je n'ai plus suivi les tests des 20 dernières années. J'ai viré vers la finance.

La plupart de ces articles se concentrent sur la causalité ; c'est le marché des stocks qui va diriger le marché des SIR ou du housing market. Il y en a d'autres qui disent que c'est l'inverse qui se passe. Ou d'autres disent, ce n'est pas une influence positive entre les deux mais c'est une influence négative.

Pensez-vous que c'est intéressant de connaître une causalité, ou bien juste savoir une corrélation entre les deux, ou la valeur explicative de variables indépendantes sur la variable dépendante suffit. Parce que pour un investisseur savoir qui est à l'origine de quoi, quand on sait que ça varie tout le temps ensemble...

Je pense qu'il y a des changements de régime là-dedans dans le sens où en relation d'équilibre vos valeurs d'immeubles doivent être, euh, c'est de l'offre et de la demande, qui va dépendre des couts de construction, des couts de l'emprunt, le prix de l'immeuble, et la demande va dépendre, ça dépend du type d'immeuble, des revenus des gens essentiellement et des revenus des entreprises qui disent j'ai besoin plus ou moins d'espace, et la marche des

affaires, et les facteurs démographiques aussi. Ils sont vachement importants sur le long terme. C'est la démographie qui va dire effectivement et pas seulement ça, c'est la composition des familles pour le résidentiel, les familles qui se séparent, vous avez besoin de 2 fois plus de logement, si vous avez une pyramide d'âge qui est , donc les facteurs démographiques sont très importants.

Ça c'est pour la valeur d'équilibre d'un immeuble.

Pour un investisseur j'imagine que le lien de causalité par rapport au marché boursier c'est de dire « tiens j'arbitre de temps à autre entre des actions, des obligations et de l'immobilier ». Et donc là on revient sur ce que je disais tout à l'heure, c'est dire « tiens puisque les obligations ne payent pas je cherche autre chose » . Là il y a un facteur de causalité est en ce sens là. Dans l'autre sens, dire tiens est ce que le.. , et donc là on aurait quoi, alors ça peut être une valeur refuge aussi. Ici c'est assez bizarre, je ne dis pas que ça devient une valeur spéculative mais presque. Puisque vous ne trouvez plus de rendement sur le marché obligataire, les gens achètent de l'immobilier ou de l'immobilier papier, et peut-être à un prix exagéré par rapport au rendement offert par l'immobilier. C'est fort possible.

Et on va chercher des segments un peu tordus, comme certains qui cherchent des entrepôts dans les pays baltes, ils ne savent plus quoi faire de leur argent, c'est ça que cela veut dire. On va chercher du rendement.

Donc là effectivement les taux d'intérêt baissent, le prix de l'immobilier monte. Ça c'est la relation normale. Mais si tout à coup la bourse s'effondre sans doute que l'immobilier papier va s'effondrer aussi parce que ça va se déflater. Mais en même temps il va de nouveaux y avoir de l'argent qui va apparaître et qui va se mettre où ? Dans de l'obligataire, mais peut-être dans l'immobilier de nouveau parce que c'est une valeur refuge, on aime avoir sa brique. Et donc je pense que les deux peuvent coexister, enfin pas coexister ils peuvent exister à un moment donné du temps et puis la relation de causalité peut tourner dans l'autre sens. Je ne pense pas qu'il y ait une relation homogène et constante à travers le temps.

C'est un peu comme les devises. Parfois la même devise est considérée comme spéculative, et puis plus tard c'est la valeur refuge. L'immobilier est un peu comme ça aussi. Je pense que c'est parfois une valeur d'investissements un peu spéculative et puis tout à coup cela devient une valeur refuge. Ce qui n'éclaircit pas le débat. Mais moi je le verrais comme ça.

Je ne sais pas quel est le but ultime de votre mémoire. Maintenant vous pouvez faire une relation économétrique pour dire « je cherche à voir les facteurs influençant le plus le prix des SIR ou des REIT ». Ça vous pourriez faire. Mais chercher à faire de la co-intégration et de la causalité de Granger vous êtes partis là pour autre chose. Si vous vous trouvez face à un économètre pointu vous risquez de vous faire retourner comme une crêpe. Car si vous interprétez un test ils vont vous en sortir la version bêta max 2. Je ne sais pas à quoi vous vous engagez

Dans mes lectures cela m'intéressait énormément mais comme vous dites, cela devenait extrêmement technique et on n'a pas du tout eu ce niveau d'enseignement là.

Votre bagage économétrique est de base. Si vous vous lancer là-dedans et que vous vous trouvez face à un économètre pointu, c'est un peu casse-gueule.

Ce n'est peut-être pas idiot de faire une régression 2.

Mais commencer à chercher les liens de causalité, waouw, on va chipoter sur les données

Il y a un article scientifique qui était plus simple et qui alors se concentrait sur plusieurs périodes. Pour vous, la « global financial crisis », elle s'étend de quelle à quelle période plus ou moins ?

En général on met ça à la faillite de Lehman (brothers). Certains autres la font commencer plus tôt, quand BNP n'a pas pu rembourser ses fonds monétaires. Ça c'est juillet 2007, c'est en été 2007. Ça a été le gros choc. On a un fonds monétaire garanti par une des plus grosses banques au monde et ils ne parviennent pas à rembourser leurs clients. Et ça c'est quand même quelques mois avant Lehman.

Alors est-ce qu'elle est terminée aujourd'hui cette crise ?

C'était ça ma question. Je voulais savoir si certains identifiaient une fin.

Je dis que non.

On lit qu'il faut entre 12 et 20 ans pour que ce genre de crise s'éteigne.

Et donc on est à l'année 10. Historiquement des grosses crises de crédits bancaires majeurs il faut une petite quinzaine d'années pour qu'elles s'éteignent. Ce sont des moyennes, mais il n'y a pas eu beaucoup de crises de cette ampleur là. Mais donc aujourd'hui on vit toujours avec ça, dans le sens où les banques centrales vont devoir défaire des politiques monétaires

qu'elles ont mises en place à cause de cette crise monétaire et on ne sait pas ce qui va se passer avec ça. Donc le dénouement est peut-être là devant nous mais à mon sens ce n'est pas totalement fini.

Si regarde cela de manière plus globale, les populistes que l'on voit au niveau politique sont les enfants de cette crise (Trump, ou l'Italie, ce sont les enfants de cette crise) . Donc pour moi on est encore dedans. En gros, les banques vont beaucoup mieux. Mais il y en a encore 2, ou 3 qui vont mal en Italie, en Allemagne il y a quand même des banques qui ne vont pas bien. Donc elles vont quand même beaucoup mieux hormis quelques points d'accrochage, mais on est toujours avec des taux à zéro c'est quand même un peu particulier, sans avoir une activité économique qui est resplendissante non plus. On n'a pas des taux de croissance à 4 % alors que les taux sont à zéro et les gens n'empruntent pas , on n'investit pas beaucoup. Ce n'est pas noir comme situation mais...

Est ce que les gens n'empruntent pas ou est ce que les banques malgré ce taux qui est faible ne veulent toujours pas prêter ?

Elles sont prêtes à prêter.

Vous pouvez me contredire, mais dans ma tête la fin d'une crise commence à partir du moment où les institutions qui sont à l'origine du crédit recommencent à réouvrir le crédit

Elles sont encore prêtes à faire ça

Et le crédit s'est réouvert à peu près quand ? Je sais qu'il y a eu un moment où tout le monde fermait ses portes.

Ça fait quand même un petit bout de temps. Vous pouvez faire des crédits à la consommation, les firmes peuvent emprunter. Maintenant me demander une date précise là-dessus. Cela s'est refait petit à petit mais aujourd'hui Aedifica peut emprunter. Donc ça ce fait. Mais ce qui est remarquable c'est qu'avec des mesures massues comme on n'a jamais vu par le passé, des taux négatifs, sur le dollar les taux étaient négatifs à court terme, et ils sont encore négatifs aujourd'hui.

Une entreprise dépose de l'argent en banque, elle doit payer 10 points de base. Pour vous cela ne veut sans doute rien dire car vous êtes jeune, mais pour moi j'ai vu des taux à 15 % dans la vie et tout à coup je vois moins 10 point de base. Ou même zéro à un an. C'est

extraordinaire. Les gens n'empruntent pas beaucoup, n'investissent pas énormément alors que les taux sont très très faibles et si ils investissaient et si ils empruntaient, les taux remonteraient automatiquement. Mais ils ne remontent pas.

Donc on a une activité économique sympathique mais quand même pas en plein boom et avec des banques centrales qui vont commencer à dégager des tonnes de liquidités et on ne sait pas très bien ce qui va se passer. Si elles font cela de manière maladroite ça peut créer une énorme ...(blanc). Elles sont bourrées d'obligations. Elles ont acheté des milliards et des milliards d'obligations, des milliers de milliards, donc elles vont devoir revendre cela à moment donné pour ne pas renouveler cela. Si les taux remontent brutalement, on est déjà allé en petite croissance depuis quelques années, ça fait 2 ou 3 ans, surtout aux Etats-Unis donc on pourrait s'attendre à un ralentissement là et tout à coup la banque centrale va dire je ne baisse plus mes taux, je veux les remonter, ça risque d'être contra-cyclique ce truc.

Même avec les taux faibles personne n'emprunte, ce qui est à l'origine des dépôts à taux négatifs, et une fois que eux vont vouloir augmenter donc libérer de la liquidité il y a l'inflation qui va augmenter, et personne ne voulait emprunter à la base et donc ça va être encore pire.

Et Ça va être un petit jeu très délicat et la même chose en Europe. On disait, tiens on injecte je ne sais plus combien de dizaines de milliards par mois et on ne le fait plus. Mais donc théoriquement les taux devraient remonter ici, mais l'activité est déjà faible, enfin elle est bonne mais on n'est pas avec des gens qui consomment comme des malades, les firmes qui investissent de tous les côtés. Si vous faites remonter les taux maintenant brutalement alors les gens vont encore moins emprunter, moins investir, et les banques centrales ne peuvent pas rester assises sur des milliers de milliards d'obligations. Elles doivent liquider cela à moment donné.

C'est rassurant ?

Non ça n'est pas rassurant.

Je ne dis pas qu'elles vont bien faire ça. Mais ils sont pas cons, enfin je veux dire, dans les banques centrales, mais on n'est pas à l'abris d'une mauvaise surprise. Et ce que l'on craint, si il y a un ralentissement économique, alors normalement il faut baisser les taux à ce moment-là. Mais il n'y a plus de marge. Il n'y a plus de marge de manœuvre, elles ne peuvent plus rien faire, elles sont déjà à zéro. Ils sont déjà bourrés d'obligations, ils vont plus en racheter. Donc pour moi la crise, on n'est évidemment plus dans des situations dramatiques et désespérées comme on a connu il y a 10 ans. Il y a 10 ans c'était de la fin du monde. Vous ne vous souvenez pas de cela vous aviez 12 ans. On s'est dit que le monde capitaliste était mort. On n'est plus dans cet état là. Mais on vit encore quand même avec les séquelles de cette crise, lourds, et au point de vue financier et au point de vue politique. Ça c'est clair. Enfin cela n'est pas pour votre mémoire. Les mouvements populistes ça suit toujours des crises.

Je peux me renseigner en tout cas sur une estimation de crise ou non finie. Il doit sans doute y avoir beaucoup d'avis sur la question.

Vous allez trouver beaucoup sur la matière, beaucoup d'avis relativement différents. Mais les gens qui disent qu'il va y avoir un gros krach boursier, sont dans l'idée que la crise financière n'est pas terminée.

Beaucoup d'articles (malgré qu'ils soient écrits en 2015, en 2017) analysent la période avant la crise (donc avant 2017) et puis post crise mais ils s'arrêtent à 2013. Voyez-vous quelque chose de particulier en 2013 qui aurait pu justifier ce choix ?

Je crois que le plus gros était passé à ce moment-là. C'est à peu près ça. Vous avez eu la crise de l'euro, et de la Grèce qui a dû trouver sa résolution dans ses eaux là. Alors il faudrait peut-être regarder (blanc)

Ca correspond à la stabilisation du problème plutôt qu'à la fin de la crise

Le gros de la crise était derrière. Les plans de sauvetage qui étaient en marche. On a résolu les problèmes de la Grèce, l'Irlande, le Portugal. Faudrait vérifier cela. Mais je ne serais pas étonné que nous sommes dans ces années là.

Depuis lors, est-ce que la bourse ne remonte pas depuis 2013 ? Il faut voir deux trois indices boursiers. Est-ce que les taux d'intérêt non pas retrouvé un peu leurs planchers vers ces années là ? Ce ne serait pas étonnant.

À mon avis vous allez trouver que vers 2012, 2013, 2014 tout s'est apaisé.

Pas dans un plateau très élevé mais quelque part les trucs non plus diminués à ce moment-là, il n'y a pas plus eu cette crise. Mais maintenant je dirais, on est en post crise.

Mais enfin on revient. Moi je dis on vit encore bien avec, les salaires n'augmentent pas il n'y a pas beaucoup de croissance, les taux d'intérêts sont désespérément faibles, on a du populisme à tous les étages.

Vous savez il y a eu une grosse crise en 29, 30. Hitler est arrivé au pouvoir en 33 et la crise financière en tant que telle était terminée, mais enfin Hitler est l'enfant de la crise.

En 2008, je disais l'aboutissement de ce que l'on vit ici c'est des pays qui tombent en faillite et des populismes. Et ça arrive à tous les coups. On a ça dans les pays de l'Est, en Italie, aux Etats-Unis, un peu ici. C'est les enfants de crises cela.

[Est ce que l'on voit sur le marché des SIRP un diversification discount ? Avant 1990, où les conglomérats étaient encouragés par des sociétés comme McKinsey et BCG, et plus tard, tous ces grands bureaux de stratégie ont déterminé qu'il était préférable d'être focalisé.](#)

Aujourd'hui on veut du focalisé. Une boîte comme Cofinimmo souffre de cela parce qu'elle n'est pas focalisée. Une boîte comme Aedifica est gagnante là-dessus car elle est focalisée. C'est un effet de mode ou de littérature au départ, en disant qui est-ce qui diversifie, est ce que c'est le management qui diversifie ou est-ce l'actionnaire qui diversifie ? Donc si c'est vous qui achetez des SIR, vous dites tiens c'est moi qui diversifie et j'achète une SIR qui fait du bureau, une autre qui fait des entrepôts, etc, et j'ai mon portefeuille diversifié. Et ce que je me dis, c'est que celui qui ne fait que du bureau est spécialisé en bureau, il connaît son business. L'époque avant qui aimait les holding diversifiés, on se disait le management est qualifié pour faire la diversification et l'actionnaire n'a rien à foutre, en fin de compte ce n'est pas lui qui diversifie, je paye le management pour le faire. Alors c'est plus flagrant dans les holdings industriels qui sont totalement passés de mode : prenez une boîte comme Général Electrics, elle faisait des ampoules avec des moteurs d'avions, mais il vendent, ça se démantèle. Mais d'après ce que moi j'entends dans le secteur, les analystes financiers et les fonds d'investissement demandent d'avoir des secteurs spécialisés. Et il n'aime pas trop les

boîtes qui sont généralistes. Donc une boîte comme Cofinimmo souffre car elle est trop diversifiée. On va dire tiens, vous n'avez pas une stratégie bien globale. Et c'est pour ça qu'Aedifica marche du tonnerre.

Payer 160 % de la valeur des immeubles c'est de la folie.

C'est peut-être justifié mais moi je suis qu'un économiste. Il y a une prime à être focalisé et une décote à être généraliste aujourd'hui.

Est-ce que dans l'autre sens, monsieur Charbonnel m'expliquait que, oui certaines personnes pensaient qu'il y avait une diversification discount, mais le problème était que des entreprises spécialisées n'avaient pas encore un parc immobilier aussi vaste que Cofinimmo et donc par exemple, pour des investisseurs il serait intéressant de pouvoir investir dans des kots, mais que la SIR spécialisée aujourd'hui dans les kots est trop petite et donc la liquidité est très faible

Le marché européen doit encore se faire. Je connais un petit peu celui des soins de santé, via Aedifica. Aedifica, c'est un portefeuille qui fait 1,8 milliards, je pense maintenant. Aux Etats-Unis, les grosses font 30, 40 milliards en soins de santé. Donc on se dit dans certains secteurs, l'Europe doit encore se faire. Et si (je parle de soins de santé ici), si cela suit la même tendance qu'aux Etats-Unis, une SIR qui fait des soins de santé devrait peser 20 milliards, ou 30, je ne sais pas, mais elle devrait grossir. Ce sur quoi le marché table actuellement. On peut dire la même chose pour les hôtels, pour les restaurants, peu importe. C'est certainement très vrai pour la Belgique, un petit fonds immobilier c'est totalement illiquide. Et c'est très embêtant. Je devrais revenir là-dessus pour certains fonds. Mais c'est vrai même au niveau européen, même pour la France, l'Allemagne, ou la Grande Bretagne, ça reste relativement petit par rapport à un fonds américain. Alors maintenant pour la Grande-Bretagne, où c'est plus actif sur le marché boursier, c'est quand même un pays qui est six fois plus grand que ceci, et le marché est développé, c'est moins embêtant. Mais cela n'a pas la taille d'un REIT aux Etats-Unis.

Alors le problème de liquidité est intéressant, j'aurais dû évoquer cela tout à l'heure. Un fonds immobilier qui veut investir uniquement dans des fonds immobiliers, une Sicave immobilière et qui vend donc ses parts de Sicave aux petits investisseurs, il peut soit acheter des immeubles, soit il va acheter des fonds, acheter du Cofinimmo, Aedifica, Immoel. Maintenant eux se disent ces marchés sont parfois totalement illiquides. Moi je ne peux pas diversifier comme je le voudrais parce que mon fonds est très gros, j'ai mettons 1 milliard

dedans, si je veux suivre l'indice belge je devrais acheter peut-être 20 % de Cofinimmo. Je ne sais pas c'est peut-être 15 %.

Ça je ne peux pas le faire car il y a des règles de concentration de la Sicave. Je ne peux pas acheter plus de 10 % par exemple. Mais même si je prend 10%, moi j'ai 100 millions de Cofinimmo, si je veux vendre sur la journée, c'est impossible. Donc on a ce problème de liquidités. C'est important pour beaucoup de Sicave, et pour beaucoup de fonds qui ne parviendraient pas à vendre beaucoup de titres sur une journée. Une fois que vous avez un fonds un peu conséquent vous devez le fermer quoi, à la limite. Ou bien sortir de la Belgique mais n'avez plus votre indice belge. C'est un problème que rencontrent certaines Sicave immobilières.

Donc on peut dire que la tendance actuellement, on favorise donc plutôt les fonds qui ne sont plus spécialisés mais que a contrario au niveau de la liquidité ça pose un problème.

Il y a un gros mouvement pour le moment, enfin je vois ça auprès des banques d'affaires en Europe, pour fusionner les fonds. Rachat, acquisition. Ça ne serait pas étonnant que dans les 2 ans qui viennent, il y ait des échanges de portefeuille en disant tiens tel fonds belge s'accoquine avec un fonds italien.

Des fonds « fonds », ou plutôt même des SIRP ?

Des SIR se rachètent l'une l'autre, ou s'échangent des portefeuilles. Une entreprise qui a des bureaux, des entrepôts éparpillés en Allemagne, en Italie, au Portugal, que sais-je. Il y en a une autre qui en Europe a un portefeuille complémentaire. Elles échangent leurs portefeuilles, ou fusionnent pour avoir des tailles critiques. Ça c'est quelque chose qui est dans l'air du temps. Je vois beaucoup de papiers qui circulent.

Ces entreprises ont une partie fort industrielle et donc logiquement quand des entreprises industrielles ont énormément de points communs, si elles fusionnent il est logique qu'elles aient beaucoup de synergies

Elles font un peu d'économies d'échelle aussi. En terme de personnel une Sir ce n'est pas gros, il ne faut pas beaucoup de monde là dedans.

Et alors cela fait une diversification géographique. On ferait mieux d'avoir du bureau étalé en Europe que d'avoir du bureau, de l'entrepôt, et des hôtels en Belgique. La même chose en

France et en Allemagne. Là tout à coup il y a du mouvement. Une fois que les banquiers d'affaires s'intéressent à ça. Ça c'est mauvais.

Et le fait qu'il y ait une réglementation équivalente mais différente, ça complique en fait toute l'histoire ?

Ça complique car les réglementations fiscales sont différentes, les baux sont différents, les clauses d'indexation ne sont pas les mêmes,

Pourrait-on penser que dans le futur l'Europe puisse mettre un statut ou c'est impossible ?

Il y a déjà des règles de base communes mais c'est compliqué.

Je pense (je suis pas un gars de l' immobilier) oui on peut rêver à ça.

Mais c'est compliqué. Je vois même en Allemagne, les règles sont différentes d'un « Lands » à l'autre.

Par exemple pour les clauses de bail pour des « home », mais c'est peut-être la même chose pour les bureaux, ou des usines, je n'en sais rien,

Les baux, il y a les us et coutumes, ça va prendre du temps. Vous avez des baux « double net », « triple net » .. enfin c'est des trucs de tous les côtés.

La fiscalité n'est pas la même. Mais pour la fiscalité ça pourrait encore se régler ça, plus facilement. Pour les baux ce sera plus compliqué, d'autant plus qu'il y a un arriéré. Je ne sais pas si aux Etats-Unis c'est uniforme. Les taxes locales ne sont pas les mêmes non plus d'un état à l'autre.

Il y a une règle en Belgique de la FSMA qui dit que vous ne pouvez pas avoir dans votre portefeuille une concentration de plus de 20 % de vos fonds propres sur un ensemble immobilier.

Alors c'est quoi un ensemble immobilier ? C'est le même locataire aussi : ce serait deux fois Suez par exemple. Au départ c'est même ensemble immobilier, mais la loi je pense a été conçue pour dire c'est le même immeuble, mais ils interprètent ça peut-être à juste titre, en disant ensemble, c'est un ensemble, donc si c'est deux fois Suez c'est 20%.

C'est pas con. Ça peut changer à un moment donné aussi. Tout ce qui est réglementaire peut changer.

J'avais lu que cette diversification était en terme de lieu géographique, en terme de clients concernés, que si c'était tous le même risque...

Mais comment interpréter cela quand c'est une règle européenne. Si vous avez du Suez en Belgique, en France, en Allemagne, avec 3 filiales différentes, est ce qu'elles tombent toutes les trois en faillite en même temps ? Ce n'est pas simple. Le risque réglementaire est embêtant pour un contexte européen.

ANNEXE D Interview de monsieur Laurent Hanseeuw, en sa qualité de dirigeant d'Hanseeuw Group, un groupe familial actif dans l'immobilier avec un portefeuille de près de 300 commerces et plusieurs centaines d'appartements

(expériences passées : Manager Consulting KPMG, Economist & Research analyst chez Cushman & Wakefield)

Quelle est l'origine du passage de la sicafi à la SIR ?

Pour sortir du système que l'on appelle sicav. Or, les sicav doivent répondre à toute une série d'obligations en matière d'information aux actionnaires. Une sicav c'est un gestionnaire de fonds. Une sicafi à la base aussi, sauf que la nature du fonds est quand même complètement différente, ça se rapproche beaucoup plus d'une entreprise que d'un fonds en fait. Une Sicafi est en raison de son statut considérée comme un fonds, or dans la pratique, elle se comporte plus comme une entreprise que comme un fonds. D'où le fait de ces changements-là. Le mieux pour répondre à cette question c'est de contacter un juriste.

Qui investit dans les SIRP ? et dans quelle proportion ?

Le spectre s'étend du petit particulier aux gros institutionnels « pur et dur ». La majorité des investisseurs institutionnels dans les SIRP sont des investisseurs immobiliers par ailleurs. On retrouve beaucoup d'assureurs qui sont eux même détenteurs en direct d'immobiliers.

Tu trouves tous types d'investisseurs dans les SIRP.

A. Les institutionnels : pour des raisons de diversification et de diversification des risques de management.

I. Assureurs :

Si on prend les plus gros assureurs, exemple Axa ou AG Real Estate, ce sont les deux plus gros en matière d'immobilier. Ils sont tous dans les SIRP : par exemple axa est le premier actionnaire de Home Invest. AG Real Estate c'est un des premiers actionnaires de Ascencio, c'est un des premiers actionnaires de Befimmo. Les plus gros actionnaires des SIR ce sont les assureurs qui ont eux-mêmes parmi les plus gros portefeuilles immobiliers. Le plus gros propriétaire d'immobiliers en Belgique n'est pas une SIR, c'est AG, c'est un assureur. Et AXA n'est pas très loin derrière.

Souvent cet actionnariat ils l'ont historiquement obtenu par des apports d'une partie de leur propre patrimoine immobilier. La participation d'AG dans Ascencio, c'est en fait du patrimoine immobilier d'AG qu'ils ont intégré dans Ascencio. Pourquoi font-ils ça ? Pourquoi ne gardent-ils pas juste leur portefeuille perso ? Ils pourraient diversifier eux-mêmes leur portfolio ...

La réponse est simple, en faisant cela ils diversifient leur portfolio dans des SIRP qui ne font pas exactement les mêmes choses qu'eux, mais en plus ils diversifient le risque lié au management. Car le management d'une SIRP X, plus petite, va avoir une autre approche que le géant AG. Elle n'a pas la même structure que AG. Donc un des tout gros actionnaires des SIRP c'est les assureurs.

II. Des fonds :

Les fonds sont actionnaires des SIR. Un des gros actionnaires des SIR en Belgique est le fonds de la banque Delen. La banque Delen est probablement la meilleure banque privée en Belgique, en tous cas à l'égard de la structuration de fonds qu'ils proposent à leurs clients. C'est-à-dire qu'au lieu d'avoir BNP avec 280 fonds où on ne sait plus vraiment distinguer un fonds d'un autre, chez Delen ils n'ont que quelques fonds très focalisés. En raison de cette focalisation, les coûts sont très bas, entre autres grâce à des économies d'échelles et d'apprentissages. La banque Delen a 1 fonds SIR, 1 fonds immobilier. Et donc leurs clients, au lieu de se voir proposer une grande série de fonds, on va leur proposer peu de fonds. Mais bon là on s'écarte des SIR. Ils ont donc beaucoup de fonds sur un segment précis. Du coup c'est un gros actionnaire de toutes les SIR belges.

B. Il Existe une multitude de particuliers

Il y a une multitude de particuliers qui peuvent être de deux natures :

I. Gros investisseurs historiques :

Soit des gros investisseurs qui ont souvent eux-mêmes historiquement apporté des immeubles au moment de la création de la SIR, et donc sont en tant que particulier actionnaires historiques. C'est le cas chez Aedifica de la famille.... Je sais plus. Aedifica a été créé en 2003-2004 autour d'une SIR résidentielle, aujourd'hui elle se concentre sur les maisons de repos. C'est la banque Degroof principalement et d'autres acteurs immobiliers qui ont mis plein de familles autour en leur disant apportez vos immeubles dans cette SIR, fiscalement parlant c'est avantageux pour vous et finalement ces gens sont restés et donc sont toujours dans l'actionnariat aujourd'hui.

II. Petits Investisseurs particuliers :

Soit des petits investisseurs dont la motivation principale est le rendement de dividendes. Dans tous les wealth management private banking, on retrouve des participations en SIRP car cela permet un revenu récurrent ce qui plait à beaucoup d'investisseurs particuliers belges.

C. Puis dans les grosses SIRP on retrouve des investisseurs de fonds Anglo saxons :

On ne les retrouve que dans des grosses SIR car ils cherchent des actions qui sont liquides. Ils ne vont pas investir dans Ascencio ou dans Home Invest, c'est trop petit, par contre dans Cofinimmo. Par exemple le fonds norvégien est dans Cofinimmo.

En fait, dès qu'une SIR entre dans le BEL20, elle intéresse toute une série de fonds classiques internationaux. Tu rentres dans le bel 20, tu retrouves toute une série des fonds classiques internationaux. Mais là ce n'est pas lié au fait que ce soit un SIR, c'est lié au fait que tu appartiens au BEL 20. Ce serait Solvay ou Cofinimmo c'est égal.

D. Les proportions ? On dit souvent que le belge a une brique dans le ventre, je voulais donc savoir si il était possible de connaître la proportion de petits investisseurs particuliers versus la part d'investisseurs institutionnels ?

Tout d'abord tu vas trouver une énorme variation d'une SIR à l'autre.

Je ne sais pas répondre à cette question. Même les SIR elles-mêmes ne peuvent pas y répondre. Sauf si les actions sont inscrites au registre des parts, comme c'est le cas pour les gros institutionnels ou les grosses familles historiques, la SIR n'est pas au courant de qui sont leurs actionnaires.

Une personne qui pourrait potentiellement te donner une réponse sont les banques mais ce ne sera pas une donnée statistique claire ce sera une tendance.

Pourquoi ces investisseurs investissent ils dans l'immobilier papier plutôt que l'immobilier brique ?

Ceci va de nouveau dépendre de l'investisseur en question.

L'assurance pourquoi investissent ils dans de l'immobilier ?

En assurance on retrouve deux catégories d'assurances : le vie et le non vie.

« Le vie » c'est tout ce qui est assurance groupe, fonds de pension. Ça concerne principalement ce qu'on va toucher à nos 65 ans à notre pension, que ce soit sous forme de fonds de pension, d'assurance groupe, d'épargne pension. Tous ces éléments-là, ce sont les assurances liées à la vie de la personne.

Le « non vie » : assurance voiture, habitation, etc... période d'assurance très courtes alors que la vie est très long.

Quand on commence à cotiser la première année où on travaille, par exemple quand on cotise pour notre épargne pension (les fameux 900 EUR du gouvernement) c'est pour dans 40 ans. Donc notre assureur doit l'investir pendant 40 ans, ce qui est très long. Donc le vie est en général investi dans 3 grandes catégories d'actifs.

- 1) La plus grosse = l'obligation d'Etat. Car dans un produit d'assurance, ton capital est garanti. A l'exception de l'épargne pension où tu as un choix, mais tout ce qui est assurance groupe, les entreprises cotisent pour leurs employés pour obtenir en plus de la pension légale une pension complémentaire. C'est du capital garanti. Le jour où mes employés partent à la retraite et prennent leur assurance groupe ils ont le capital plus un intérêt qui leur est garanti par l'assureur (ex : KBC groupe). Ça veut dire que l'assureur n'a pas beaucoup d'options d'investissements même si c'est du long terme (ce qu'il peut faire avec cet argent, même si c'est du long terme, ce n'est pas très large) car le jour où l'employé prend sa pension, l'assureur doit pouvoir lui fournir cette pension, il ne peut donc pas prendre de risques exagérés. Il ne peut pas investir en bourse. Donc +- 60% du capital des assurances du Vie est en obligations d'état. Cette proportion investie dans les obligations d'Etat peut augmenter jusqu'à 70%. Par exemple, pour l'instant, en raison des taux très faibles, ils doivent acheter plus d'obligations pour pouvoir garantir la même somme de capital.
- 2) +-20 % en action
- 3) +-10% en immobilier

Bien entendu, en fonction des assureurs ces proportions vont varier. Au plus un assureur est gros en Belgique (ou un pays en général), au plus il est présent sur un territoire avec de grosses équipes locales et qu'il connaît très bien le marché de la zone géographique en question, et au plus la part d'investissement immobilier dans cette zone a tendance à être un peu plus grande. Car l'immobilier est plus rentable mais également plus compliqué que détenir des obligations d'états. Il faut avoir de vraies équipes pour gérer ce patrimoine et en estimer les risques. C'est du vrai boulot sur le terrain.

Donc au plus les assureurs sont présents avec des vraies grandes équipes, avec des grands bureaux en Belgique, au plus ils vont avoir une proportion d'investissement en immobilier plus

grande sur le territoire belge. Et inversement au moins ils sont présents, au plus faible sera cette proportion de l'investissement en immobilier en Belgique.

Les 10% cités comprennent ils l'immobilier papier (SIRP) et l'immobilier brique ?

Oui, je n'inclus pas les SIRP dans les 20% en action.

Les assureurs sont en général des monstres en termes de capitaux. Donc les 10% des capitaux gérés par les assurances vie, investis dans l'immobilier, ça représente des montants colossaux. D'où le fait que ce soit des acteurs sur dominants sur le marché immobilier.

Une grande partie des institutionnels vont investir dans l'immobilier papier plutôt que l'immobilier brique car la question pour eux ne se pose même pas. C'est le cas des fonds (SICAV, par exemple la banque Delen) ils ne vont pas investir dans l'immobilier brique. De la même manière qu'une sicav ne va pas commencer à construire des usines, ça n'a pas de sens pour eux.

Il y a donc tout une série d'investisseurs dans les SIR pour qui la question d'investir dans l'immobilier brique ne se pose même pas.

Les assureurs font les deux.

La raison principale est la diversification de management. Par exemple tu es AG, tu es tellement gros, tu as 6 milliards d'immobilier. Même si tu peux pleinement diversifier les 6 milliards d'investissements toi-même, ça devient de tels montants que si tu peux diversifier le management également c'est mieux. Une partie de mon argent je ne l'ai pas en immobilier direct mais je repose sur une autre organisation ; car si jamais l'organisation de l'assurance se passe mal alors tout l'immobilier d'AG ne repose pas sur un seul management, sur leur organisation propre. C'est pour cette raison qu'AG est le plus gros actionnaire d'Interparking qui est une forme d'immobilier. Tout n'est pas centré sur leur organisation propre. Il y a une diversification du management.

Prenons un exemple un assureur qui va être un gros actionnaire de Aedifica. Il se dit on va faire confiance au management d'Aedifica pour bien investir en maison de repos. Évidemment qu'ils peuvent eux aussi acheter des maisons de repos, et ils le font, mais le fait de mettre une partie de ces fonds chez Aedifica, avec des gens qui font que la maison de repos, c'est une façon de dire eux vont peut-être faire mieux que moi et en plus c'est un autre management. Bien sûr qu'ils peuvent tout acheter directement mais alors tout repose sur leur organisation propre, sur une organisation. Alors que si tu confies une partie des investissements à

quelqu'un qui n'investit que dans des maisons de repos, cela te permet de diversifier le risque de management mais aussi d'avoir recours à des gens qui sont spécialisés dans un secteur et donc peut-être meilleur dans ce secteur.

Pour l'investisseur privé, la principale raison d'investir dans des SIR peut être simplement de travailler versus ne pas travailler. Car posséder de la brique soi-même, il faut le gérer soi-même. Tandis qu'avoir des actions Aedifica, chaque année il y a des dividendes qui tombent et il n'y a rien à faire. Donc il y a clairement une question de travail.

Il y a également une question d'accès à de l'immobilier auquel en tant qu'investisseur particulier on n'a normalement pas accès. Même quelqu'un de riche qui a un ou 2 millions d'euros qui voudrait être exposé au marché de l'immobilier commercial des centres commerciaux, il ne peut acheter qu'une SIR. Avec 1 ou 2 millions, on va nulle part, on ne sait rien acheter du tout. Dans l'immobilier logistique avec un ou 2 millions d'euros on ne va pas commencer à acheter des entrepôts de 4000 m², c'est impossible, il faut acheter une SIR. A part l'immobilier résidentiel, où là en effet on peut investir en direct à partir du moment où on détient un certain patrimoine. Tout le reste n'est pas accessible aux particuliers. C'est trop cher, ce sont de trop gros volumes.

Par exemple, si on veut investir dans des bureaux. Par exemple, des bureaux loués à la Commission Européenne ou à l'Etat belge, soit on a 50 ou 100 millions, on est donc déjà un fonds soi-même, soit vous achetez une SIR.

À cet égard, il est intéressant pour ton mémoire d'indiquer qu'actuellement il n'existe plus qu'une seule SIR résidentielle **pure**, c'est Home Invest. Il n'y en a plus d'autre. Aedifica a été résidentiel et elle sort du résidentiel pour aller se lancer dans la maison de repos. Bien entendu c'est une forme de résidentiel mais ce ne sont pas les traditionnels appartements ou logements pour monsieur tout le monde. La raison est très simple. Le résidentiel étant accessible à tout le monde, tous les investisseurs particuliers ont une tendance à y investir, et donc le résidentiel coûte plus cher. Les particuliers ont également plus tendance à investir dans l'immobilier résidentiel car cela offre des avantages fiscaux (revenu cadastral, etc.) que les autres types d'immobilier (mis à disposition par les SIR) n'offrent pas.

La majorité des SIR, environ 95 % sont actifs dans des secteurs où l'investisseur particulier ne se sait de toute façon pas investir, à moins d'être déjà un très gros particulier. Par très gros investisseurs particuliers, j'entends ceux qui ont minimum 5-10 millions. Eux vont commencer

à pouvoir s'ouvrir la porte de l'immobilier commercial, mais à petite échelle. L'immobilier commercial c'est déjà une grosse échelle par exemple un supermarché à Bruxelles de 2500 mètres carrés c'est un truc qui vaut déjà minimum 2 ou 2,5 millions. Si vous avez 5 à 7,5 millions vous n'allez pas acheter un bien qui vaut 2 millions. Ça veut dire qu'une trop grande partie de votre patrimoine est investie dans un seul bien.

Pour investir dans le commercial, le minimum c'est 10 millions d'euros. Et cet investisseur aura du mal à se diversifier. Et là, parmi la catégorie des investisseurs particuliers on ne parle plus que d'une infime portion de la population.

Donc la majorité des SIR sont actives dans des secteurs immobiliers qui ne sont pas accessibles à des investisseurs particuliers.

Par exemple acheter une maison de repos, c'est 5 millions d'euros. Et là, on ne parle même pas des entrepôts ou des énormes bureaux qui atteignent des montants encore plus élevés. Donc si vous voulez investir dans ces catégories-là vous êtes obligé de passer par un investissement dans des SIR.

Nous par exemple on est actif dans immobilier commercial et résidentiel. On est investisseur. Mais par exemple à titre de diversification, on a une participation modeste bien entendu à l'égard de la taille de l'entreprise, dans Cofinimmo qui est dans le bureau et les maisons de repos car nous on n'y est pas directement.

Donc par exemple, un investisseur particulier d'une certaine taille, qui aurait 2 millions d'euros chez Degroof Petercam, et qui peut prendre des risques raisonnables. Il aura 200.000 en cash, 800.000 en obligations et 1 millions en actions. Pour ces actions, il dit : « je veux du technologique, je veux du financier », mais il aura peut-être envie de 30% d'actions à rendement de dividendes qui va rapporter du 3-4 %. Il n'y a que quelques secteurs qui sont à rendement de dividendes : l'immobilier, l'énergie (Total, Engie, ...). Si vous achetez de l'Apple ou des technologies, vous n'avez pas de dividendes. Or beaucoup d'investisseurs veulent des dividendes car ils veulent des rentrées régulières. De plus, la plupart des gens qui ont 2 millions d'euros sont des gens qui sont plus âgés, qui sont déjà à la pension et qui cherchent à obtenir un revenu régulier de leur capital et les SIR répondent à cette demande.

La diversification pour l'investisseur. Si une personne achète pour 200 000 euros d'actions de Home Invest, elle obtient une part dans un patrimoine immobilier extrêmes diversifié. Alors que si elle investit ses 200.000 € dans l'immobilier directement, au mieux elle peut acheter un

appartement à Bruxelles et son risque est donc fort concentré. Il suffit qu'il y ait un problème que vous n'aviez pas vu qui fait son apparition est vous êtes mal pris.

Quels sont les inconvénients pour l'investisseur immobilier papier par rapport à l'immobilier brique ?

Les frais de gestion : Les SIR sont des énormes structures et donc cela coûte. Certaines SIR sont, bien entendu, bien plus efficaces que d'autres. Pour cela il faut éplucher les bilans. Par exemple un Retail Estates est incroyablement efficace, leurs coûts de gestion sont très faibles par rapport à leur chiffre d'affaires.

Imaginons un investisseur lambda qui veut investir un peu d'argent et qui hésite entre acheter une action Home Invest (appartement, résidentiel) et acheter lui-même son appartement. Si de manière transparente on lui communique clairement les frais de gestion de Home Invest, il risque d'y réfléchir à deux fois. Par exemple Home Invest il me semble que ce n'est pas loin d'1/3 du loyer qui part. Home Invest est une grande société, c'est une grande structure, il faut payer tous ces gens. C'est une société cotée donc elle doit respecter/répondre à tout une série de normes et règles boursières. Elle doit être impeccable, ce qui n'est pas vraiment le cas pour un particulier donc évidemment les coûts de gestion sont plus élevés. C'est impossible de le faire gratuitement.

Le Taux de levier inférieur : Une SIR est limitée par la loi à un taux d'endettement de 65% mais la majorité est autour de 50%. La majorité des particuliers (personne physique) qui achètent de l'immobilier pour eux-mêmes, empruntent plus que la moitié. C'est rare, quelqu'un qui achète un appartement ou une maison et qui demande un emprunt à la banque seulement pour 50% de l'achat. Normalement, il demande 70%, 80%, voire parfois plus. Donc le levier fait par l'investisseur particulier lorsqu'il achète un immobilier en propre est plus élevé que quand il achète de manière indirecte via les SIR. Mais d'un autre côté il prend plus de risque aussi et il a donc plus de rentabilité.

Quels sont les principaux risques pour l'investisseur ?

A. Risque lié au client

I. Concentration : % du patrimoine immobilier loué au même client (ex : carrefour, H&M, Ab Inbev, ...)

Au plus la concentration est importante au plus le risque client est important. C'est entre autres pour cela que la loi interdit que plus de 20% d'un ensemble immobilier soit loué à un même client.

Exemple je préfère 100 fois investir dans Retail Estates que dans QRF. Ce sont deux SIR commerciaux. L'une est out of town, l'autre est in town. Chez Retail Estates le plus gros locataire représente 2,3% grand max, tandis que chez QRF 10% (je pense) des loyers proviennent de H&M qui a donc un très gros pouvoir sur QRF.

Personnellement je ne suis pas une SIR mais notre plus gros locataire est soit carrefour soit Basic Fit et dans les deux cas ils sont à 3%. Je ne me permettrais pas d'aller au-dessus. La majorité sont à 0.1, 0.2, 0.3 donc mon risque client est assez faible. Je ne me sentirais pas à mon aise avec 5-10% de mes revenus liés à un seul client.

Le plus gros risque n'est pas vraiment la solvabilité du client, le plus gros risque c'est quand 10% des loyers dépendent par exemple de H&M, H&M le sait. Donc il a un très grand pouvoir de négociation.

Par exemple Cofinimmo, 12 ou 13% des loyers proviennent de AB Inbev. Il y a eu un très gros deal, en 2006, Cofinimmo a repris l'ensemble du portefeuille immobilier d'AB Inbev sur le Benelux. Donc tous les bars, cafés, et autres bâtiments qui étaient propriété immobilière d'AB Inbev est passé via un sale-sale back (?) chez Cofinimmo, avec un bail long terme avec AB Inbev jusqu'en 2033. Aujourd'hui il n'y a rien à négocier car le contrat a été fixé jusqu'en 2033. Mais en 2033, lors de la fin du contrat ça risque d'être compliqué pour Cofinimmo car malgré sa grande taille AB Inbev reste plus grand que Cofinimmo. Je suis curieux de voir comment la négociation va se passer en 2033.

Quelle est la durée des contrats en général ?

Ce genre de contrat (contrat route, ...) même si le marché immobilier chute entièrement ne peut pas être renégocié pendant, mais le sera sûrement à l'échéance du contrat.

Pour l'immobilier commercial, la durée des contrats est limitée à 3-6-9 ans.

En logistique et en bureau, on parle de bail de droit commun et là on fait ce qu'on veut. C'est un accord entre parties, c'est contractuel. Donc quand quelqu'un, par exemple l'Etat signe un bail de 27 ans, il peut se passer n'importe quoi, ils doivent honorer le contrat pendant ces 27 années.

Concernant le risque de la concentration des clients pour les SIR, la majorité des SIR ont une belle diversification. Il y a quelques cas particuliers où il existe un peu de concentration. Par exemple, Befimmo a encore une grande part de son loyer qui dépend de l'Etat belge. C'est un cas particulier car négocier avec le public, c'est vraiment particulier.

Mais par exemple si l'on regarde l'immobilier commercial ou d'entrepôt comme WDP ou Montea, ils sont très diversifiés. WDP a énormément d'entreprises clientes et est beaucoup plus puissant que la majorité de ces clients.

Ce qui n'est pas bon pour une SIR c'est d'avoir trop de concentration et que tes clients soient beaucoup plus puissants que toi. Ça c'est une situation à éviter. Je ne voudrais pas avoir un client comme carrefour qui représente 10 % de mon chiffre d'affaire. Je ne voudrais pas être en position de faiblesse par rapport à Carrefour.

II. Risque lié au portefeuille immobilier :

Ce risque de portefeuille est général, ce n'est pas un risque spécifique à l'immobilier. De façon générale, on rencontre le problème du principal agent, et il est accentué par le problème de l'asymétrie de l'information entre le management et l'actionnariat.

Ce problème est présent dans toutes les entreprises. Il réside dans le fait que le management n'a pas le même intérêt que l'actionnaire. Il est évident qu'on préfère être manager d'une grosse SIR que d'une petite SIR (salaire plus élevé, prestige, égo). Donc quand ces personnes hésitent à faire une acquisition, elles vont plus avoir tendance à le faire que de ne pas le faire pour soigner leur égo.

C'est la théorie du « principal-agent » : le principal est le propriétaire/l'actionnaire, et l'agent est le gestionnaire de la propriété. Quand les deux sont dissociés, quand l'actionnaire n'est

pas le management, on observe le problème de principal-agent en économie. Qui est renforcé par le problème d'asymétrie informationnelle. C'est-à-dire que non seulement, les deux n'ont pas le même intérêt, le même incitant mais en plus ils n'ont pas accès au même niveau d'information. L'actionnaire est en général moins informé que le CEO. L'actionnaire n'a pas intérêt à ce que la SIR conclue un deal qui est trop cher. De l'autre côté le manager, le CEO, même si c'est trop cher, il aura quand même intérêt à acheter pour le prestige que cela lui apporte. Le management aura tendance à prendre plus de risque que ce qui est dans l'intérêt de l'actionnaire. Ces deux théories peuvent être développées pour parler du risque lié à l'acquisition d'immeubles.

III. Risques liés au marché

Oui mais les SIR ne sont pas plus exposées que n'importe quelle société cotée ou que quand on achète un immobilier sauvage. Le marché, c'est le marché.

Maintenant, il y a une perception de la volatilité qui est beaucoup plus importante dans le cadre de la détention d'une action SIR, que dans le cadre de la détention d'un immeuble en direct.

Quant au risque lié à l'économie, tous les SIR ne sont pas exposés de la même manière.

Par exemple quand on est dans le secteur du bureau et qu'on loue que du long terme à l'Etat, la conjoncture économique à court terme joue peu. Ça ne change rien car on est dans des beaux long terme avec l'Etat.

Par contre, si on est dans l'immobilier commercial, on trouve des baux de plus courts termes car le locataire peut partir tous les 3 ans, et c'est en prise direct avec le monde de la distribution qui est très lié à la consommation des ménages. Là, évidemment la conjoncture économique joue beaucoup plus.

Les facteurs de risques sont assez distincts en fonction du type de SIR.

Il y a une exception qui est le risque de taux d'intérêt qui est le même pour toutes les SIR. Mais attention, toutes les SIR ne font pas les mêmes choix en termes de protection des taux. Certaines SIR sont couvertes à plus long terme, d'autres à moins long terme, et là évidemment l'impact en termes d'évolution de la charge d'intérêt en fonction de l'évolution de taux n'est pas la même. C'est un point important.

IV. Risques liés à la réglementation :

En matière d'urbanisme surtout dans les grandes villes, sur les 10-15 dernières années les choses se sont corsées. Par exemple, l'histoire de Cofinimmo avec l'ancien bâtiment Axa à

Watermael Boitsfort. C'est un de leurs tout tout gros bâtiments. Il avait un poids dans le portefeuille de plus de 100 millions d'euros et en fait ils ont un accord avec le département d'Etat américain pour le vendre pour en faire une ambassade américaine. Seulement, pour que l'accord soit conclu il faut que l'ambassade américaine ait l'autorisation de pouvoir le mettre par terre et reconstruire autre chose. Sauf que la région bruxelloise est en procédure de classement. On a donc là un bel exemple de réglementation urbanistique qui a un impact énorme sur Cofinimmo.

Mais toutes les SIR peuvent être touchées par cela.

Les 10-20 dernières années le poids de la réglementation publique en terme environnemental, en terme urbanistique s'est fortement renforcé. En plus, ces changements de réglementation ne s'appliquent pas uniquement lors de l'achat d'un bâtiment ou lors de la destruction et reconstruction.

Maintenant je pense qu'on a atteint le haut du plateau. Car si tu vois la réforme du « CoBAT » (Le Code bruxellois de l'Aménagement du Territoire) en région bruxelloise, en termes de réglementation urbanistique on revient à quelque chose d'un tout petit peu plus raisonnable en matière de poids de la réglementation urbanistique. Mais il est clair que la réglementation a un poids énorme sur l'immobilier environnemental, urbanistique, etc., et peut présenter des risques constants.

Tu peux également avoir d'autres types de réglementation en fonction des niches immobilières. Si tu prends par exemple Aedifica et Cofinimmo, car Cofinimmo a actuellement 50% de son portefeuille dans des maisons de repos, et Aedifica approche les 100% suite à un dernier deal. Donc là on a une exposition claire aux règles en matière de subvention pour les maisons de repos. Car quand une personne va en maison de repos il y a une subvention qui est donnée. De la même manière qu'il existe des allocations familiales. Donc quand une vieille personne va en maison de repos, en fonction de son niveau de revenu, des subventions sont payées pour pouvoir payer la maison de repos.

Il existe plusieurs systèmes différents de subvention. La plupart du temps ce sont des opérateurs qui reçoivent les subventions pour exploiter la maison de repos. De la même manière que les crèches ont des subventions. Dans la plupart des cas ce sont des opérateurs.

Donc imaginons que dans 5-10 ans l'Etat, pour des raisons budgétaires, décide de couper de moitié les subventions, peut-être que les loyers en matière de maison de repos risquent de se tasser.

Encore un exemple qui montre que l'immobilier est très exposé à la politique publique.

Mais ce risque est assez homogène pour tous les types de SIR. Il n'existe pas une SIR où on va pouvoir éviter le risque réglementaire. L'immobilier est très exposé.

Maintenant, l'Etat fait plus attention à un immeuble au centre d'une ville qu'à un entrepôt dans un zoning. Mais même pour les entrepôts de logistique tu n'es pas du tout à l'abri car tu vas être touché par des réglementations liées à la mobilité de façon très forte. Par exemple imaginons qu'on réduise le ring d'une bande, WDP serait touché par cela, car en termes de valeur des entrepôts en bords de ring ça joue évidemment.

Donc tu es toujours très fortement exposé aux politiques publiques en matière immobilière.

V. Risques liés au financement

Le secteur immobilier est un secteur très financier.

On a tout d'abord l'évolution du taux d'intérêt et puis on a aussi l'évolution à l'accès du financement. Ces deux variables sont un peu corrélées mais ne sont pas tout à fait la même chose.

Maintenant, l'immobilier en Belgique a toujours été relativement stable. Mais il ne faut jamais croire que le passé dicte le futur. Cependant depuis que le système de SIR existe en Belgique, il y a relativement peu de problématique financière.

Même si l'on prend la montée importante des taux entre 2005 et 2007, les taux ont pris 200-300 points de base, il n'y a pas eu d'impacts financiers. Bien entendu ça a eu un impact sur le cours boursier, sur la valorisation.

Mais ce que je veux dire, c'est qu'on n'a jamais eu une SIR qui avait vraiment du mal à emprunter. Il n'y a jamais eu ça en Belgique. Maintenant, ceci ne veut pas dire que ça ne va jamais se passer, mais par contre on peut dire que ça devrait être relativement peu probable. La raison à cela est que la loi encadre fort le taux d'endettement des SIR et en plus elles-mêmes se donnent comme discipline et aussi pour des motivations bancaires, de rester autour des 50%. La majorité des particuliers belges sont avec des taux d'endettement au dessus de 50% en ce qui concerne l'investissement dans l'immobilier. Donc les SIR sont plus défensives que la majorité des investisseurs immobiliers particuliers. C'est assez défensif une SIR, mine de rien.

Imaginons que l'immobilier chute brusquement de 25%, ce qui est quand même agressif, les SIR seraient un peu dans les problèmes car elles dépasseraient certains planchers et elles

devraient donc augmenter le capital. Mais elles n'auraient aucun problème pour rembourser sa dette et payer son intérêt.

Le risque d'insolvabilité existe. Mais il y a aussi clairement un risque en termes de valorisation. Les gens ont tendance à croire que le premier risque est le fait que leur charge d'intérêt augmente. Ça c'est très indirect. L'évolution du taux d'intérêt avant que cela se traduise dans les charges de l'entreprise immobilière, ou la SIR, c'est fort décalé.

Personnellement, peu importe ce qui se passe sur le marché des taux d'intérêts, je sais que jusqu'en 2020 je vais avoir ma charge moyenne d'intérêt qui va continuer à diminuer et ce, même si les taux montent de 300 points de bases. Pourquoi ? Parce que je dépends de taux antérieurs qui étaient plus hauts qui de toute façon vont être renégociés à des taux plus bas. Aucune SIR n'a des taux à 3 mois.

Personnellement la durée d'intérêt moyenne de mon entreprise est de 6 ans. Donc même si les taux remontent c'est très long le décalage dans ma charge d'intérêt.

Par contre le risque plus important n'est pas tellement sur l'évolution de la charge d'intérêt qui est très décalée dans le temps, très lissée, mais c'est l'impact sur la valorisation.

Par exemple si je peux acheter demain une obligation d'Etat à du 3%, je ne vais pas acheter une SIR à 3% car ce n'est pas le même risque donc je vais exiger plus de la SIR. Et si j'exige plus de la SIR la valorisation va baisser. Donc la volatilité de la valorisation de l'action due à la volatilité des taux d'intérêt, est un risque beaucoup plus grand que la volatilité de la charge d'intérêt de la SIR. La charge d'intérêt de la SIR c'est très lissée, par contre le risque de la valorisation de l'action, là, c'est direct. Si je peux acheter une obligation de l'état belge à 10 ans à du 3%, personne ne va acheter une action SIR à du 3%.

Donc le risque interne des taux d'intérêt lié à la charge de financement est relativement faible par contre le risque externe sur la variation de la valorisation de l'action SIR est bcp plus grand ? Oui en effet.

Concernant le risque de taux d'intérêt et le risque lié au marché boursier quels sont vos projections pour les 5 prochaines années ?

Pour répondre à cette question il faudrait une boule de cristal. Chacun a ses opinions, mais soyons clair personne ne le sait.

Maintenant, il existe des éléments factuels aujourd'hui. On sait que la BCE vient d'annoncer la fin de ses rachats d'obligations pour décembre et on sait qu'ils ont annoncé que par définition l'augmentation des taux viendra après et de manière progressive. On sait donc que les taux CT (3 mois) seront négatifs ou à zéro pendant encore au moins 1 an, 1 an et demi. Mais ça ce sont des informations factuelles de la BCE.

Tout laisse à penser que la normalisation des taux va être progressive en Europe (de nouveau ce n'est pas une prédiction personnelle c'est une idée qui est véhiculée par la BCE et par énormément d'autres acteurs) parce que la croissance économique n'est pas incroyable pour le moment, l'inflation est basse, il y a des problématiques de dette publique qui se maintiennent donc en terme de stabilité de la zone euro ça va être très compliqué d'augmenter fortement les taux, sinon on risque d'avoir de nouveau une crise de l'euro qui va par définition les faire redescendre. Donc on ne voit pas par quel mécanisme économique les taux pourraient prendre 300-400 points de base. Après on peut toujours être surpris mais aujourd'hui il y a peu d'éléments factuels qui laissent à penser qu'on va revenir rapidement à des taux de 3-4%. Dans le meilleur des cas, si l'économie se porte bien, si l'inflation remonte, si on arrive à stabiliser le fonctionnement de la zone euro, dans le meilleur des cas, on peut s'imaginer que les taux 10 ans (sans risque et sans marge) peuvent peut-être remonter aux alentours de 2% en zone euro. Au-delà on ne voit pas très bien quel mécanisme économique pourrait amener au-delà. C'est évidemment l'impact sur les valorisations immobilières qui sont très élevées dues à ça. Car inévitablement ça fait augmenter le prix de l'immobilier le fait que l'anticipation des taux reste faible.

Concernant une potentielle crise boursière, on vient de traverser une de périodes les plus longues sans crash boursier. En outre, de plus en plus de grands investisseurs annoncent une prochaine crise plus ou moins imminente (Warren Buffet, FMI, George Soros, ...). Quelles sont vos prédictions et comment le marché SIR sera-t-il impacté ?

De nouveau on n'en sait rien.

Ce que l'on sait c'est les éléments factuels. A savoir que les valorisations des actions sont élevées cad que les P/E ratios sont élevés partout, que ce soit aux USA et en Europe. Mais c'est aussi lié au fait que les taux d'intérêts sont historiquement bas et qu'on n'anticipe pas une potentielle remontée. Donc évidemment toute chose étant égale par ailleurs, les actions

ne sont peut-être pas si élevées. Ça peut aller dans les deux sens. Personne n'en sait rien... soyons clair.

Je ne vais pas commenter cela car c'est complètement boule de cristal.

Quel serait l'impact attendu, d'une augmentation des taux d'intérêt sur le marché global des SIR ?

A. Taux d'intérêt :

Effectivement les SIR souffrent de la remontée des taux d'intérêt, c'est plus vrai pour les SIR que pour d'autres types d'action.

Je m'explique, si les taux d'intérêt remontent, cela signifie (sauf exception) que à priori l'économie et l'inflation se portent mieux. Donc il y a toute une série d'actions, qui malgré le fait que les taux d'intérêt remontent, peuvent augmenter les prix (de leurs services). Parce qu'on se dit que des actions qui sont fort exposées à la conjoncture, comme typiquement les actions automobiles car les gens pendant les moins bonnes périodes se disent ok je garde ma vieille voiture, c'est volatil l'automobile. Les actions automobiles même quand les taux d'intérêt augmentent peuvent éventuellement rapidement ajuster leurs prix ce qui est rarement le cas d'un SIR. Un indicateur de cela est que les SIR en finance ont généralement un Beta inférieure à un. En gros si on observe un tassement du marché des actions lié à une augmentation du taux d'intérêt, les SIR vont moins bien performer que le marché des actions. Cad que les autres actions fonctionnent mieux en période de remontée de taux que les SIR. Un bon exemple par excellence est le marché automobile. Les SIR sont particulièrement impactées par les remontées des taux en termes de valorisation

B. Crise boursière

Par contre si on assiste à une crise boursière qui n'est pas de nature variation de taux d'intérêt mais de nature crise du pétrole, ou géopolitique, ou crise liée au commerce international qui crée une crise économique, les SIR ont plutôt tendance à être plus défensives que le reste des actions.

Si on assiste à une grosse crise protectionniste, les automobiles vont la subir durement alors que les SIR sont plus défensives dans ce genre de cas. Les SIR sont souvent basées sur des contrats long terme donc leur variation de revenu sont plus faibles. Quand on assiste à une grosse crise économique ou de protectionnisme, les variations de revenu d'un BMW ou d'une Mercedes c'est très élevé. S'ils vendent 10% de voitures en moins ils peuvent passer d'un

bénéfice très élevé à un bénéfice de zéro. Alors que les SIR, avec leurs contrats long terme, les variations de bénéfices sont faibles.

Voilà l'explication de l'impact de l'évolution des marchés boursiers sur les SIR : les SIR ont tendance à être plus défensives mais elles ont une corrélation plus négative à l'évolution du taux d'intérêt

Pour les taux d'intérêt, il y a l'impact interne assez faible en raison des contrats long terme et des outils financiers de protection (swaps, options, ...).

C. Conclusion :

Donc pour conclure, les SIR ont une sensibilité au marché en général qui est inférieure à 1. Donc en cas de chute boursière elles sont moins impactées que la majorité des actions.

Par contre, elles sont plus sensibles au taux d'intérêt que la majorité des actions donc une augmentation des taux aurait un plus gros impact négatif sur les SIR que sur le marché des actions dans son ensemble.

En fait une SIR est typiquement entre l'action et l'obligation. Plus proche de l'action mais quand même entre. Donc inévitablement elles ont un beta inférieure à 1, donc leur risque systémique est moindre mais elles sont plus sensibles aux taux d'intérêt comme le sont les obligations.

Les obligations sont très sensibles au taux d'intérêt. Si on achète une obligation lolo 10 ans belges aujourd'hui et que les taux augmentent très fort, la valeur de l'obligation est fortement impactée. Alors bien entendu les SIR ne sont pas aussi sensibles que les obligations à une variation des taux d'intérêt mais elles sont plus sensibles que les actions.

Impact externe, on retrouve la concurrence entre les obligations et les actions.

Par quel processus ces deux facteurs impactent ils les SIR ? (voir plus haut)

On retrouve, sur le marché des SIR, des SIR résidentielles, commerciales, de bureaux, industrielles (logistique), mixtes, maisons de repos. Parmi les segments cités lesquels résistent le mieux aux deux éléments cités ci-dessus ?

A. En termes de taux d'intérêts :

En termes de taux d'intérêt elles sont exposées de manières relativement identiques. Au plus elles sont liées à la conjoncture économique, au plus une augmentation des taux liée à l'économie ou à l'inflation va impacter positivement des SIR qui y sont fortement exposées.

Par exemple une SIR qui a des contrats très long terme avec l'Etat, qui peu importe ce qui se passe ses revenus restent les mêmes. Cette SIR est évidemment impactée plus négativement par une remontée des taux qu'une SIR qui est spécialisée dans l'immobilier commercial. Car si cette remontée des taux est liée à une croissance de l'activité économique et à une croissance de l'inflation, certes elle subit l'effet négatif des taux, mais d'un autre côté elle va peut-être profiter d'une augmentation de loyers parce que les gens consomment plus. C'est également le cas pour une SIR résidentielle.

Donc toutes les SIR ne sont pas impactées de la même manière par les variations des taux d'intérêts.

Au plus une SIR est défensive (varie peu avec le marché boursier) au plus elle est impactée négativement par les taux d'intérêt. A contrario, au plus une SIR est liée à la conjoncture économique, moins elle est impactée par la question des taux d'intérêt.

Pour que ce que je dis soit correct, il faut partir du principe que la variation des taux et de l'inflation suive la croissance économique. Dans la grande majorité des cas cette relation est respectée. Il peut y avoir des chocs extérieurs qui viennent brouiller cette relation. Mais au plus on se trouve dans une grande économie, comme par exemple la zone euro, au plus l'impact de ces chocs est faible. Dans une petite économie isolée, il est évident que même si on assiste à une crise économique, les taux d'intérêt peuvent augmenter à cause de chocs extérieurs. Mais au plus on est dans une grande économie, au plus faible est l'impact de ces chocs et au plus courte est la durée de ces chocs.

B. En termes de risque boursier : (voir plus haut)

A part la nature des actifs quel autre facteur impacte la résilience des SIR ? (% dette, % Dette long terme vs Dette court terme, vacance locative, ...) voir EPRA

Qu'est-ce qu'une SIR peut faire pour diminuer son exposition à ces deux risques ?

Pour le risque des taux d'intérêt, il existe les swaps de taux, les options et autres outils financiers de couverture.

Pour le risque boursier, la SIR ne sait pas y faire grand-chose. D'ailleurs elle ne va pas chercher à directement diminuer son risque boursier. C'est l'actionnaire qui est confronté à ce problème pas la SIR elle-même. La SIR, son objectif est de bien gérer son activité, (la valeur de son action par rapport à l'évolution des marchés boursiers) la sensibilité de son action aux marchés boursiers n'est pas son problème.

Ce que va faire une SIR quand elle présente son management, par exemple pendant les investor days, c'est de présenter son activité par rapport au marché des SIR. Ils essayent que leur performance soit supérieure à celles de leurs concurrents. Mais si un jour le marché des SIR s'écroule parce que les taux d'intérêt augmentent fort ou que la bourse dans son ensemble chute, ils ne vont pas se sentir responsables de cela.

Une idée qui m'était venue est qu'une SIR est une entreprise industrielle extrêmement long terme. Par exemple l'automobile construit des voitures pour les vendre et les SIR elles construisent et gère des immeubles pour vendre un service de location. Dans un cours de stratégie il était expliqué que pour des entreprises de type industriel, les synergies entre deux entreprises pouvaient être obtenues assez facilement. Peut-on s'attendre à ce que des SIR belges fusionnent entre elles ou avec des REIT d'autres pays européens tel que la France, la hollande, l'Allemagne, ... Et ces fusions ont-elles bcp de chance des générer des synergies ?

Oui on peut s'attendre à ce qu'il y ait des synergies mais ce n'est pour moi pas aussi clair que pour des entreprises industrielles classiques tel qu'AB InBev par exemple. Sur une échelle de 1 à 10 ce n'est pas au même endroit que les autres marchés industriels avec un cycle cash plus court et des volumes de ventes plus élevés.

Une SIR typiquement est entre un fonds financier et une entreprise industrielle ou classique. C'est une entreprise classique car elle gère du physique, ce n'est pas un fonds financier qui gère uniquement des titres. Il faut à un moment soit construire ces bâtiments, soit les rénover, soit les retaper, les relouer, faire de la commercialisation, faire du marketing, etc.

Il y a toute une gestion en propre d'actifs réels.

Alors maintenant ça va dépendre de la SIR. Il existe des SIR plus financières et des SIR plus industrielles/ commerciales avec plus de gestion en propre.

Au plus on est des SIR avec des contrats long terme où la responsabilité du bâtiment est placée chez le locataire, au plus on se rapproche du fonds financier. Au plus une SIR gère tous les aspects de son activité en propre, au plus ça ressemble vraiment à de la gestion. Le labor intensity n'est pas la même. Si on devait représenter la situation par une échelle, on aurait

à un bout l'entreprise industrielle et à l'autre bout la sicav financière. Les SIR se trouvent un peu entre les deux avec certaines plus à gauche et d'autres plus à droite.

Donc au plus on va vers des SIR où les coûts de gestion sont importants du fait de leur activité, au plus les fusions peuvent être intéressantes.

Par exemple en Allemagne, contrairement à la majorité des autres pays, on retrouve de très grandes, des énormes SIR résidentielles. Dans les grandes villes allemandes, certaines SIR (comme la « Deutsche Wohnen ») possèdent parfois jusqu'à 1 à 2% de tous les logements de la ville. On vient d'avoir le cas d'une très grosse fusion entre le numéro 1 et le numéro 4 des G-REIT résidentielles. On parle d'une fusion de plusieurs dizaines de milliards. Ces deux entreprises ont un patrimoine immobilier de 15 ou 20 milliards d'euros. Si un logement vaut en moyenne 200 000€, on parle d'un nombre astronomique de logements (dizaine de milliers). Donc dans ces SIR on parle de 2000 – 3000 employés, voire 4000, ça ressemble plus à des entreprises industrielles, et donc là, clairement on retrouve des synergies.

Au plus on est dans une SIR plus financière, au moins les synergies seront élevées.

Par ailleurs, on a les coûts de cotation en bourse, tous les coûts financiers liés à la cotation boursière qui peuvent être à l'origine de synergies pour les petites SIR. Mais plus vraiment pour les grosses comme Cofinimmo ou Befimmo. Pour Cofinimmo et Befimmo fusionner ensemble, les synergies sont fort limitées.

On retrouve parmi les recherches académiques de nombreuses études portant sur le lien entre taux d'intérêt ou stock index avec la valeur boursière des REIT. Ces études sont menées pour toute une série de pays tels que le Japon, la Malaisie, les USA, la France, l'Allemagne, l'Australie, Etc. Mais aucune n'est menée pour la Belgique. Penses-tu qu'il soit possible de transposer les conclusions de ces études au marché des REIT belges ?

Les REIT belges ont tendance à être plus défensives et plus petites que les REIT étrangères. Donc dans une certaine mesure on peut faire une analogie mais il faut rester modéré dans ses propos. On ne peut pas tirer une conclusion pour les (REIT) belges à partir d'études faites sur les autres marchés. Par contre on peut en tirer des insights, on peut les utiliser dans une certaine mesure. Voici des informations concernant la structure de financement des SIR et en termes de taux d'intérêt.

Parmi les pays comme la France ou l'Allemagne, y a-t-il un de ces deux pays qui ressemble un peu à la Belgique ?

Non pas vraiment, car en Allemagne on retrouve de très grosses REIT résidentielles et le marché résidentiel est complètement différent là-bas. Evidemment ce sont des REIT cotés donc il y a des corrélations. Mais de là à pouvoir prendre telles quelles les conclusions pour ce marché pour les appliquer à la SIR, ça devient compliqué.

En France on retrouve des REIT. Il y a les énormes telles que Unibail-Rodamco, Klépierre, etc., qu'on ne retrouve pas en Belgique. Ce sont des SIR de centres commerciaux.

Donc il est intéressant pour ton mémoire de tirer des conclusions des études menées sur les autres marchés mais il faut être nuancé en disant qu'on voit quand même beaucoup de divergences dans le comportement des REIT étrangères.

Par exemple, il y a moins de volatilité en Belgique que sur les marchés étrangers.

Le beta pour la Belgique est plus faible qu'ailleurs.

Concernant l'analogie entre les REIT Belges et les REIT étrangères, dans l'ensemble, la direction des variations doit être semblables, par contre l'intensité sera différente.

Actuellement l'intensité des variations ont tendance à être plus faibles en Belgique que dans les pays voisins. Mais est-ce que ça va être comme ça dans le futur, je ne sais pas dire.

La raison à cela pourrait provenir du fait que le marché des SIR belges est particulier, car les SIR sont dans l'ensemble de tailles plus petites. En termes de corrélation de marché boursier, les grandes SIR étrangères sont plus corrélées, parce que c'est les gros fonds anglo-saxons.

Comme les SIR belges investissent principalement dans l'immobilier belge, l'immobilier belge est plus défensif que les autres marchés. Le sous-jacent est moins volatil, donc forcément les SIR sont moins volatiles.

Par exemple, en Espagne et en Grèce il est évident qu'il y a plus de volatilité sur l'immobilier qu'en Belgique.

ANNEXE E Interview de monsieur Vincent Bruyère, en sa qualité de Senior Real Estate Fund Manager chez Degroof Petercam Asset Management.

(expérience passée multiple en gestion de fonds : Degroof Equity Behavioral Flexible Funds, Degroof International World Flexible fund, equity funds, quantitative equity funds, derivatives portfolio, etc.)

(2 juillet)

Il y a un point essentiel qui est de savoir à quel niveau absolu de taux d'intérêt on est pour le moment. L'influence d'une hausse des taux sur l'action SIRP, si les taux sont négatifs ou si les taux sont déjà à 4% sera très différente. Aujourd'hui, on a des taux négatifs jusqu'à 6 ans en Allemagne, la courbe des taux en Allemagne est négative. Il faut aller au-delà de 6 ans pour commencer à avoir des taux positifs. Ça signifie que si nous avons un projet immobilier physique. Si on a envie de construire un shopping mall, ou des bureaux ou des appartements qui vont nous rapporter en loyer sur la valeur de l'actif entre 3% et 7%. Si pour se financer on a des taux de 1% on a des différentiels entre 2% et 4% pour le résidentiel. Ça veut dire que sur le loyer perçu sur la valeur de l'appartement, le résidentiel ne donne jamais beaucoup de rendement. Par contre si on veut monter dans les taux il faut aller vers le bureau (5%, 3.8 % à Paris). En périphérie à Bruxelles on est vers les 6%, 6.5, 7. Car il n'y a pas de demande, il y a beaucoup de vide locatif, les actifs ne sont pas sexy et sont vieux. Il n'y a pas de métro, pas de gare. Donc le loyer est faible mais la valeur métrique est faible également donc on arrive à du 6%, 6.5, parfois 7%. Si je me finance à 1%, si les taux augmentent à 1.5 ou à 2, j'aurais toujours un différentiel très attractif. Par contre si les taux actuels sont à 4 %, 4.5, 5% et que j'ai un rendement de 7%. Alors une petite hausse des taux de 4 à 4.5 par exemple, aura un impact beaucoup plus grand.

L'impact des taux sur l'action SIRP dépend donc du niveau absolu des taux, et du niveau relatif par rapport au rendement du projet.

Que va me donner le projet en termes de yield, de rendement par rapport à mon coût de financement ? Voici une caricature pour que vous compreniez bien. Si les taux sont négatifs, on peut augmenter les taux de 1%, 2%, j'aurai toujours un intérêt à mener mon projet immobilier qui va me rapporter du 6 , 7 ,8%.

Il existe plusieurs sous-secteurs de l'immobilier. Il y a du résidentiel, du bureau, du shopping mall, du retail, de la logistique/ industriel (Amazon). Il y a beaucoup de différences avec des profils de risques différents. Avec des couts de construction différents et donc des rendements différents et c'est ça l'intérêt d'avoir un portefeuille immobilier diversifié. Que ce soit géographiquement, que ce soit dans ses risque, dans la typologie de l'immobilier.

Mais ce qui est fondamental à comprendre avant de continuer, c'est que demander quel est l'impact d'une hausse des taux sur l'immobilier REIT, pour moi ça ne veut rien dire. Tout dépend de si le niveau des taux aujourd'hui, dans l'absolu, est loin ou non de l'IRR du projet. Si les taux sont bas et donc mon cout de financement est très bas par rapport à l'IRR de mon projet alors même une hausse assez sensible qui me permet tout de même de maintenir un gain assez élevé n'aura pas trop d'impact. En Bourse, cela a un impact à court terme. On le voit souvent, ce qui apporte une volatilité. Ce qui est très bien pour les gestionnaires de portefeuilles. Parce qu'eux s'ils ont compris que malgré la hausse, il y a toujours un différentiel très attractif, c'est une aubaine que la bourse diminue momentanément car on peut racheter en tablant sur un futur gain car on croit en ces projets.

Donc dans le cadre d'une analyse de la sensibilité des actions SIRP à des variations de taux il serait intéressant de diviser la période de 1990 à aujourd'hui en 3 morceaux, à savoir pré-crise, crise et faibles taux ?

Exactement ! Une alternative serait de voir à quel niveau du cycle on se trouve. Aujourd'hui il y a des valorisations qui sont assez élevées. Mais il y a quand même des entreprises qui créent de la valeur, qui savent exactement faire des beaux projets qui vont donner un IRR très intéressant et les couts de financements sont extrêmement bas, donc même si ça monte de 1% même de 2% cela ne va rien faire. La progression en bourse sera moins grande mais il y aura toujours une progression car il y aura toujours un attrait. Il y aura toujours une prime de risque très intéressante que les investisseurs vont vouloir capter.

Par contre si on est à du 7, 8% sur les projets (et même 12% si on leverage), et que les intérêts sont à 4%, 4.5%, 5%, alors une toute petit hausse va faire en sorte que les gens se disent : « Le différentiel est tellement petit, plus le risque (car c'est quand même une action qui comporte un risque comme par exemple le vide locatif plus un changement de législation possible), plus ..., ect. Au final est ce que, le risque, je vais le prendre ? NON ! ». Et en plus c'est un projet immobilier à 30 ans et moi je peux me financer à quoi ? 5 ans, 7 ans ? Donc dans 7 ans, est ce

que les taux vont encore augmenter ? Ce qui fait que mon IRR est égal à mon taux de financement, auquel cas mon projet ne vaut pas la peine d'être fait. Moi je ne vais pas faire ça.

Donc une petite hausse des taux quand le niveau des taux est déjà proche de mon IRR (exemple 6%) entraîne un gros impact sur l'action SIRP. En revanche, si les taux au départ sont négatifs ou à 1% alors cette variation a peu d'impact.

Je pense que ceci est une notion importante !

Souvent je rencontre des investisseurs qui me disent « oui mais le marché des SIRP c'est un secteur très lié aux taux ! ». Oui en effet, mais seulement à partir d'un certain palier.

En Belgique, la prime de risque aujourd'hui sur le marché immobilier listé est très attractive. Les managers sont d'excellente qualité. Les portefeuilles ont été totalement rénovés et sont de bonne qualité.

On ne connaît plus des aberrations comme en 2006-2007 où des sociétés belges, françaises, de l'Europe de l'ouest allaient acheter par folie un actif aux USA. « Ça fait très bien d'acheter un actif aux états unis. » Mais qui gère ? « on trouvera quelqu'un » Et vous connaissez le réseau, vous savez gérer ce bâtiment ? Qui va contrôler ça ? « on verra » Ou encore des investissements en Turquie car les rendements à l'époque y étaient bien supérieurs... Des aberrations de ce type ont eu lieu, maintenant ce n'est plus trop le cas.

On dispose en Belgique d'un secteur qui est sain et certaines entreprises créent encore de la valeur. Ils créent de la valeur parce qu'ils ont une bonne vue sur le cycle, ils achètent un building. Il est bien situé, dans le quartier Léopold. On est pour le moment en bas de cycle sur l'immobilier à Bruxelles mais ça va peut-être redémarrer. J'achète aujourd'hui, avec les nouvelles normes, je rénove. La rénovation ne coûte pas trop cher. Et donc j'arrive dans 2-3 ans quand le cycle est reparti à Bruxelles. Je parle uniquement de Bruxelles car l'immobilier de bureaux n'y fonctionne pas pour le moment. Ça va trop bien à Paris, à Londres en raison du Brexit on pense que ça va diminuer et ça diminue déjà. Ça va très bien à Dublin. Ça va très bien à Francfort à cause du Brexit. Ça va très bien dans beaucoup de capitales. Ça va très bien à Madrid, Barcelone, mais ça ne va pas bien à Bruxelles. Mais l'investisseur pourrait se dire : « je peux dire que ça va redémarrer car j'ai connaissance de l'aspect géographique, des grandes tendances, des pays en croissance (démographique, du business, de la demande

d'espace de bureaux). Donc je me dis que Bruxelles dans un an ou deux, il faut avoir un bel actif dans le quartier Leopold tout près de la commission. En plus il est vide depuis deux – trois ans, je vais faire une offre basse, ... »

C'est comme ça qu'une bonne société réfléchit. Cet investisseur continue en disant : « si là je trouve du 8% d'IRR avec du leverage mais que les taux de financement sont à 1.5 ou 2, il y a une très belle prime de risque. Je suis bien rémunéré sur la prime de risque que je vais prendre. »

Pour rebondir sur ce que vous venez de dire. On a un immeuble de bureau d'une durée de vie de 30 ans, un contrat d'une durée de 10 ans avec une entreprise, on s'est financé à du 1.5, 2% à 6 ans. Dans ce cas-là, la variation du taux d'intérêt court terme a un faible impact sur la variation de la valorisation du bâtiment ?

Maintenant, prenons le cas d'un immeuble commercial, où les baux se renouvellent tous les 3 ans, si les taux d'intérêt augmentent, et que c'est synonyme d'une reprise de l'activité économique, on a donc une certaine inflation et donc une indexation des baux. Ces secteurs commerciaux qui se négocient plus régulièrement sont-ils plus sensibles aux variations de taux ?

Dans le logistique on est plutôt dans le long terme 10-12 ans. Car le locataire fait dans ce domaine beaucoup d'investissement lui-même. Soit son business est simple comme Delhaize où ils ont juste besoin de place, ou bien il est sophistiqué comme Amazon et donc on a besoin de certaines spécificités, tels que des robots, machines, ... Amazon veut amortir ça sur un contrat de long terme, on est dans un contrat de 15-20 ans.

Je pense que ce que vous venez de dire est fondamental, dans la première partie de l'exposé je parlais de différentiel. La deuxième chose fondamentale est de comprendre la raison d'une hausse des taux. Quelles pourraient être les raisons aujourd'hui d'une augmentation des taux ? La croissance économique qui revient qui implique une indexation des loyers. Parce qu'étant donné que la machine repart tout devient plus cher et donc il y a aussi au niveau des taux une inflation qui se fait. Mais ça c'est positif. Il y aura plus d'emplois.

C'est positif car si la machine repart il y aura plus d'emplois, donc une plus grande demande d'espaces. Une plus grande demande de bureaux, de logistique. Il y aura une plus grande demande dans le retail de la part des gens qui auront trouvé un job car il y a une demande

plus forte, l'économie est repartie et donc les loyers vont augmenter et aussi peut être les salaires éventuellement. Ça c'est à analyser.

Mais si on dit, à ce niveau-ci de l'économie, aujourd'hui en juin 2018, si l'économie repart (et elle repart depuis à peu près 18 mois) on commence à voir des couts de production qui augmentent, les salaires augmentent dans la construction, les matières premières augmentent car dans tous les pays on commence à vouloir créer plus de buildings, plus de logistique, plus de bureaux et beaucoup plus dans le résidentiel.

Et pas tellement car il y a des immigrés, car les immigrés ils sont tous en Turquie il y en a 3 millions. Cette année l'Europe n'a accueilli que 40000 immigrés ce qui n'est pas beaucoup. Et toutes les histoires qui tournent aujourd'hui autour de ce sujet sont plus d'ordre électoral.

Mais cette augmentation est surtout due à une mutation totale du type social de nos économies et de nos pays. Il y a énormément de divorces. Un mariage sur deux se casse la figure, ce qui veut dire qu'il faut qu'on trouve des appartements d'une-deux-trois chambres et c'est là où la demande se trouve pour le moment.

Donc il faut non seulement comprendre chaque économie. Il faut comprendre les grands agrégats macroéconomiques de chaque pays et de chaque ville. Comprendre le tissu social, c'est-à-dire où en sont les salaires, où en est le taux de chômage, où en est ...

Donc il faut faire cette analyse macroéconomique et puis après savoir où en est la demande, où est la demande et où sera la demande dans deux trois ans avant de commencer un investissement dans l'immobilier.

Mais ce que vous avez dit est fondamental pour moi. À ce niveau-ci quand les taux remontent, ça ne fait pas peur aux SIR. Car ça va être reflété dans les loyers. Par contre, ce qui nous fait peur est la hausse des couts de construction. Par exemple, cette hausse est de 15 % en Pologne pour le moment. Et cela bouge non-stop. Par exemple, si les salaires augmentent en Pologne, tous les Polonais venus en Belgique pour travailler risquent de retourner dans leur pays. Ce qui amplifie le manque de main d'œuvre dans les pays de l'ouest. L'Espagne par exemple, a un gros problème. Il y a eu une crise catastrophique en Espagne en 2007-2008. Tous ceux qui étaient dans la construction sont partis dans les autres pays comme la France et l'Italie. Et donc pendant 10 ans il n'y a plus eu beaucoup de constructions et donc plus de formations et donc une diminution du nombre de plombiers, maçons, ... cette formation a un

peu disparu... Donc aujourd'hui comme ça commence à repartir, depuis deux ans on manque de main d'œuvre.

De plus, si ces gens-là sentent qu'en Pologne les salaires augmentent et il y a une demande pour la construction. C'est économiquement là où l'Europe se développe le plus alors les maçons espagnols vont là-bas. Donc ça amplifie le problème aujourd'hui.

Il y énormément d'études académiques qui sont menées sur le lien entre taux d'intérêt ou stock index avec la valorisation des REIT dans différents pays comme le Japon, USA, Australie, France, Allemagne. Mais malheureusement ; il n'en existe aucune sur le marché belge. Vous dites qu'en fonction de la zone économique, il existe des variables qui prennent des valeurs très différentes. Mais est-ce que dans l'ensemble on peut quand même réaliser une analogie entre les conclusions pour l'économie allemande ou française, et le marché belge ? L'intensité de la variation a peu de chance d'être la même, mais peut-on s'attendre à la même direction de variation ?

Oui, car nous sommes quand même des économies très reliées. Par exemple, on est très lié à l'Allemagne et la Hollande. Nous avons donc les mêmes trends mais nous avons certaines spécificités. Par exemple législatives, les lois sont différentes. Il faut donc bien étudier cela.

Par exemple en Allemagne, les loyers dans le résidentiel sont définis par la loi. C'est ce qu'on appelle le « mietspiegel ». Ce « mietspiegel », c'est tous les deux ans un bottin de téléphone sort de la part du gouvernement. Ce bottin indique que dans tel rue, tel quartier, tel appartement à deux chambres, de telle qualité de bâti, ne peut pas dépasser un loyer X. Dans cette même rue, un appartement 3 chambres ne pourra pas avoir un loyer supérieur à Y. Dans la rue d'à côté, etc. C'est plus qu'un bottin, tout y est défini. Cad que si je gère une société qui gère du résidentiel en Allemagne comme Vonovia par exemple, (qui est la plus grosse société avec un parc immobilier de 400 000 appartements) tous les loyers sont capés par le gouvernement. Il y a des exceptions comme par exemple le cas des appartements sociaux mais je ne vais pas rentrer là-dedans.

Je peux éventuellement fixer un loyer au prix du marché si je loue à la pièce un appartement qui est vide et que je trouve un nouveau locataire. Le bottin ne s'applique que pour les contrats existants. Si le contrat a été signé on ne peut pas augmenter le loyer de plus de X% par an ou par deux ans comme défini par le gouvernement.

Donc la loi peut avoir un énorme impact sur la rentabilité d'une entreprise immobilière.

Parmi les pays voisins de la Belgique, y en a-t-il un dont le régime des BE-REIT se rapproche le plus ?

Je dirais que 85% des REIT ont les mêmes spécificités. Bien entendu il existe des petites variantes entre les différents pays. Car par exemple ils ont plus besoin de rentrées fiscales donc ils vont aller modifier certains pourcentages. Mais globalement ils ont à peu près les mêmes règles. Mais chaque pays aime bien inclure une petite spécificité, chaque pays aime bien un peu mettre à sa sauce.

Je vous pose cette question car mon idée de départ était de mener l'étude moi-même sur le marché belge mais je me rends compte que cela risque d'être bien compliqué. Donc je pense voir les études déjà menées pour les pays voisins et faire certaines analogies.

Est-ce en raison de cette complexité de la détermination des loyers en Allemagne que les REITS résidentielles sont fort développées en Allemagne ?

En Belgique dans le résidentiel pur, on retrouve exclusivement Home Invest. Cofinimmo, Aedifica n'ont pas de résidentiel pur.

Il y a évidemment un autre secteur qui est très proche du résidentiel. C'est ce qu'on appelle le senior housing, les maisons de repos. Parce que le REIT possède des bâtiments et les loue à un opérateur qui lui s'occupe de louer à des personnes âgées, à médicaliser ou pas les maisons, à engager du personnel, etc.

Il y a 3 étapes. La première étape est la société immobilière qui achète des bâtiments et qui trouve un locataire de long terme qui va faire un business dans le médical. Mais la REIT n'a pas comme client les personnes âgées, elle a une société intermédiaire. C'est donc très similaire à du résidentiel. On n'est pas très loin au niveau des rendements. On est à 3.5, 4, 4.5% mais pas plus.

D'un côté du spectre on a le résidentiel, de l'autre côté du spectre on a plutôt tout ce qui est industriel où là on peut trouver parfois des IRR de l'ordre de...

Justement, pourriez-vous me donner les différents IRR pour les différentes catégories d'actifs ?

Pour le résidentiel on est entre 2, 2.5% et 4%

On peut trouver du résidentiel à Comines avec des petites maisons qui n'ont presque rien coûté. Des loyers qui ne sont pas très élevés mais comme il y a plus de risques, les loyers sont un peu plus élevés relativement au coût d'acquisition.

La deuxième chose, ce sont les bureaux. A Paris on est à 3.8% parfois même en dessous de 3.5%. Par exemple les tout beaux bureaux « prime » sont en dessous de 3.5%. Certains font 4 ou 5 %. Mais ici on est à 5.5, 6% à Bruxelles, en périphérie on est à 8%. Tout dépend à chaque fois de la qualité du bâti, la proximité d'infrastructures publiques, la proximité du centre-ville ou non. Plus on s'en écarte plus les rendements doivent être élevés pour attirer l'investisseur. Plus c'est au centre-ville plus on peut se limiter. Là, la valeur du bâtiment est élevée donc le loyer par rapport à la valeur du bâtiment sera faible.

Ensuite, on a tout ce qui est shopping mall, retail, commercial. Là on est à 5,6%

Ensuite on est dans la logistique. Là il n'y a rien à faire ça diminue fort. Pourquoi ? Car il faut avoir une zone géographique. Il ne faut pas faire de la logistique en Grèce, ça n'a pas de sens. Il faut faire de la logistique là où le cœur bat très fort. Aujourd'hui c'est tout ce qui est sur la zone de l'Angleterre et le Benelux. On y trouve des millions de camions partout qui ont besoin de répartir les biens dans tous les pays. Près des ports, c'est là où l'activité économique se situe. Donc c'est là où la logistique doit se trouver car on a besoin de place pour stocker tout ce qui arrive par les ports. Un autre endroit est l'axe économique Lille, Paris, Lyon, Marseille. Mais si c'est sur la côte en Normandie, peut-être pour aller vers l'Angleterre mais il n'y aura pas grand-chose. C'est plutôt les grandes zones/axes économiques. C'est plutôt un accès économique Anvers-Bruxelles.

Chaque fois il faut bien comprendre, il faut avoir des cartes géographiques pour bien comprendre où est l'activité économique. Est-ce que c'est en Sicile ou en plein milieu de Londres ? Et quelle sera la tendance demain, dans 1 an, dans 2 ans ? Il faut comprendre exactement où ça se passe et où cela va se passer. Parfois il y a des prises qui s'enlèvent.

Comme par exemple le Brexit. La prise s'enlève on vend le UK aujourd'hui. AUJOURD'HUI et pas demain !

A l'inverse, on voit des prises qui se mettent. Le Brexit a pour conséquence que les bureaux vont devoir se réallouer partout en Europe. Donc on ne trouvera pas une unique place qui va bénéficier du Brexit mais certaines entreprises vont quitter pour aller à Amsterdam, d'autres à Paris, d'autres plutôt à Francfort parce que c'est là que ça se passe au niveau de la finance. D'autres irons au niveau de Dublin car les sociétés américaines voudront quand même avoir un lien avec l'Europe et donc tout ce qui est Google, Amazon vont vouloir avoir des bureaux là-bas. Donc il faut vraiment comprendre tout ce cheminement et cette mouvance économique.

Une fois qu'on a bien compris aujourd'hui, voir ce que ce sera demain. Peut-être que dans 10-15-20 ans, le centre de gravité politique va quitter le rondpoint Schuman pour aller en Pologne. Si c'est le cas, une conséquence directe est que l'immobilier résidentiel en Belgique perds 25% le lendemain. Tout ce qui est bureau perd 25% très rapidement, tout ce qui est demande de shopping mall, etc, va s'écrouler. L'immobilier d'abord listé car l'immobilier listé réagit beaucoup plus vite que le réel. Car c'est beaucoup plus facile de vendre. Je vends aujourd'hui et j'ai l'argent cet après-midi sur mon compte. Donc l'immobilier papier répond directement à un changement mais dans l'ensemble tous les secteurs de l'immobilier vont baisser. Sauf peut-être la logistique...

Par contre, il faudra investir rapidement en Pologne et dans les autres pays de l'est. Est-ce que je suis en train de rêver totalement ? Non ! Ca se pourrait qu'il y ait cette tendance-là. Donc il faut aller voir il faut aller sentir, il faut parfois prendre du risque parce que si on se trompe totalement et que en fait le Brexit n'aura pas lieu. Par exemple, parce que y aura une crise maintenant en Angleterre, Theresa May est retirée, il y a une autre coalition, une autre organisation, un autre souhait, ... On a eu ce vote sur le Brexit plutôt par une mauvaise information de la population. Si maintenant en voyant le cout que ça va engendrer on se rend compte qu'il vaut mieux faire machine arrière. Alors les actions qu'on avait vendues ce matin, on avait pris un risque en vendant tout, donc ça fait mal dans le portefeuille, parce qu'il faut revendre d'autres possessions et racheter des action anglaises.

Nous (Degroof Petercam) on a vendu l'Angleterre il y a deux ans. Pour différentes raisons mais aussi parce que c'est un marché où les loyers commençaient à diminuer. Un marché où les

loyers commencent à diminuer il vaut mieux partir, l'histoire est terminée. Ça va bientôt être le cas à Paris. Là les loyers augmentent encore mais on arrive au sommet. Donc dès que ça va commencer à diminuer, on doit vendre.

Quels sont les investisseurs que l'on retrouve dans les SIRP ?

Des institutionnels : des assurances, fonds de pension et fonds d'investissements, banques
Particuliers : Petits particuliers, Family offices

Est-il possible d'obtenir des informations concernant la proportion d'investisseurs particuliers vs investisseurs institutionnels dans les SIRP ?

Je vous pose cette question pour déterminer si comme pour l'immobilier réel, les investisseurs particuliers belges investissent-ils plus dans les SIRP que les investisseurs particuliers de pays limitrophes (dans les REIT).

Je pense que le particulier en Belgique aime beaucoup la brique papier comparativement aux pays voisins mais je ne connais pas de manière précise la réponse concernant le pourcentage de particuliers et d'institutionnels.

Mais attention, ça dépend du type de SIRP. Certaines SIRP ont un actionnariat principalement composé d'institutionnels. Ce sont des sociétés qui se sont axées sur les institutionnels car ce sont en général des investisseurs long terme, stables, qui n'ont pas peur de passer les crises. La proportion je ne la connais pas.

Mais par exemple une société comme Cofinimmo, son premier actionnaire ce sont les particuliers. Si on fait la somme de tous les particuliers, c'est le premier actionnaire.

C'est société par société qu'il faudrait analyser, c'est très variable.

Un moyen serait de voir dans tous les bilans, la structure de l'actionnariat. Bien entendu la divulgation est limitée aux actionnaires possédant plus de 3, 4, 5%. Donc ce n'est pas totalement transparent mais ce qui se trouve au-dessus des 3% peut déjà donner une indication.

Qu'est-ce qui motive l'investisseur particulier à investir indirectement dans l'immobilier via des SIRP plutôt que directement dans un bien immobilier réel, une société cotée ou non, un certificat immobilier ?

Je pense que c'est la liquidité. Ensuite on a également les couts moindres.

Par exemple, j'achète un bâtiment, je dois aller chez le notaire, ça va prendre 3 mois pour faire toutes les enquêtes publiques. Savoir si celui qui vend en se disant propriétaire est vraiment le propriétaire, si ce propriétaire a des dettes ou pas, etc. Les notaires sont là pour pouvoir faire une enquête sur qui est le propriétaire du bâtiment. Est-ce que le bâtiment est gagé ailleurs dans un autre contrat, etc. Il a accès à toutes ces informations. Ceci protège le client qui va acheter. Pour pas qu'il achète un chat dans un sac. Il va aussi faire le travail de recherche au niveau de l'acheteur, c'est-à-dire dire vérifier si l'acheteur a un crédit hypothécaire ou pas, s'il va savoir rembourser, etc. Tout cela prend minimum 3 mois.

Mais souvent cela prend beaucoup plus de temps. Parce que c'est 3 mois à partir du moment où tout le monde est d'accord d'acheter ou de vendre. Mais avant il y a tout un travail de due diligence technique, juridique, financière, etc. Bref, tout un travail d'analyse. On va visiter le bâtiment avec plusieurs architectes, on va voir si c'est solide, si il n'y a pas de fissure dans les fondations, etc. Après on va consulter une pièce, une data room, dans laquelle on va retrouver toutes les informations sur le bâtiment et l'acheteur peut venir avec ses équipes dans cette pièce où on trouve tous les documents. On reste la deux-trois heures on vérifie si tous les permis sont en ordre puis après on doit partir. Et la somme de tout ça c'est parfois 3 Mois, 4mois, plus les 3 mois de notaire, ce qui fait 6-7 mois avant d'acheter. Et la même chose pour vendre. Donc s'il y a une catastrophe ce n'est pas évident de pouvoir revendre rapidement un bâtiment. En plus, il faut trouver un acheteur et parfois on ne trouve pas d'acheteur. Parce que le bien est vieux, ou n'est plus bien positionné géographiquement, et encore beaucoup d'autres raisons. C'est donc très lent.

Par contre une fois qu'on l'a, il y a peu de volatilité en général. Il n'y a de volatilité que si il y a un locataire qui s'en va. Car alors il y a moins de rentrées financières, il y a moins de loyers.

A cause de Solvency II, il y a beaucoup d'assureurs qui ne peuvent pas investir dans la brique papier. Solvency 2 dit si vous voulez investir X dans l'immobilier papier il faudra que vous mettiez en X% de fonds propres en réserve. Ça va les pénaliser totalement donc ils ne vont pas le faire. La deuxième raison c'est la liquidité. Aujourd'hui, si je le veux, je peux revendre mon action directement sur le marché. Si je veux revendre mon bâtiment il faudra 5-6-7 mois.

Concernant les couts moindres, le fait que la SIRP soit spécialisée dans l'immobilier implique-t-il qu'elle soit plus efficace dans toutes les procédures, ce qui justifie un cout moindre par rapport à un particulier ?

Tout à fait.

Mais il y a également un autre problème, un investisseur particulier va acheter un immeuble mais qui va le gérer ? Gérer cela implique parfois de petites choses et parfois de grandes choses. Par exemple, imaginons qu'on ait trouvé une société qui loue notre bâtiment, mais qui va gérer le problème de la toilette qui fuit ? Qui va appeler le plombier ? Il Y a maintenant une fuite dans le toit qui va s'en occuper ? Combien cela va il couter ?

Une autre personne disait à contrario que comme une entreprise comme une SIRP est de très grande taille, à partir d'une certaine taille on retrouve une certaine forme d'inefficacité. ET donc une personne qui décide d'acheter seule un bâtiment entier et de s'en occuper de bout en bout, pouvait parfois être plus efficace.

Cette personne a totalement raison mais il faut la volonté des parties, cad que parfois on retrouve des gens qui possèdent un seul bâtiment mais ne s'en occupent pas...

Par contre le fait que par exemple Vonovia, en Allemagne, en vienne à posséder un parc immobilier de 400 000 appartements, elle obtient des économies d'échelles considérables qui viennent largement contrebalancer certaines inefficiences dues à la taille de l'entreprise. Donc avec 400 000 appartements, si on connaît tous les appartements, si on sait exactement que ce mois-ci je programme de remplacer 2500 fenêtres, le cout par fenêtre est bien moindre que si on remplace les fenêtres uniquement pour un bâtiment. Le particulier n'aura jamais de prix compétitifs, il aura un prix de marché.

Donc pour résumer les avantages sont la liquidité, les couts moindres grâce à un effet d'échelle et de spécialisation ? voyez-vous autre chose ?

Il y a également Solvency deux ! très important.

Mais Solvency 2 ne serait-ce pas plutôt un désavantage qui pousserait les assurances à ne pas investir dans les SIRP ?

Tout à fait ça pousse les assurances à investir en direct.

Un autre avantage est la paix d'esprit ?

Oui. Il y a aussi dans un portefeuille diversifié, la bonne composition d'un portefeuille peut diminuer fortement la volatilité d'un portefeuille global. Mais pour cela il faudra un petit peu introduire aussi une autre forme de papier, les obligations émises par des entreprises qui font de l'immobilier. Cofinimmo peut émettre une obligation. Et donc là cette obligation va diminuer fortement la volatilité du portefeuille equity plus bonds en immobilier.

Il existe à côté du statut SIRP il existe la SIRI et maintenant vient d'être créé la FIIS. Ces deux sociétés, ne sont pas cotées. La SIRI peut mais aucune ne l'est. La FIIS ne peut tout simplement pas être cotée. Ces deux sociétés ont l'obligation d'avoir des investisseurs éligibles (institutionnels, professionnels).

Est-il facile pour un investisseur particulier de passer par un institutionnel pour investir à sa place dans une FIIS ?

On ne peut pas. C'est une fraude.

Je n'arrive pas bien à me représenter ce qu'est un investisseur institutionnel/professionnel. Mon interrogation vient du fait que pour moi un investisseur institutionnel investit l'argent d'un investisseur particulier.

Pas toujours, une compagnie d'assurances, un fonds de pension, oui, mais il a le statut légal d'institutionnel.

Par exemple, si je confie mon argent à Degroof Petercam et que je leur fais la demande d'investir dans une FIIS, est-ce faisable ou est-ce impossible ?

Pour moi c'est impossible.

Je vous pose cette question car certains articles présentent des titres tel que : une première victime des FIIS parmi les SIRP. Ils présentent donc le véhicule de FIIS comme une menace pour la SIRP alors que en réalité c'est juste un outil alternatif. Car les institutionnels n'aimaient pas tout une série de contraintes imposées à la SIRI et SIRP. Car ces contraintes étaient là principalement pour protéger l'investisseur particulier. Donc dans le cas des SIRP elles sont

justifiées. Mais à partir du moment où la SIRI était principalement destinée à des institutionnels cette protection n'avait pas vraiment de sens.

Et donc je vous posais cette question pour pouvoir répondre à cela.

Pourquoi est-il intéressant pour un investisseur d'inclure dans son portfolio des actions SIRP ? Existe-t-il un argument particulier ou est-ce simplement pour obtenir une volatilité plus faible ?

Je dirais que cela permet d'avoir un bon risque return.

Mais d'abord j'ai une remarque. Il ne faut pas croire qu'un portefeuille constitué de SIRP est moins volatil que les actions. Je dirais qu'il est plus volatil que les actions.

On a connu en 2007, pendant la crise où l'immobilier papier s'est crashé de plus de 60%. (Ce que n'avaient pas fait les autres secteurs). Mais c'était un moment précis où il y avait des exubérances, où il y avait des fraudes, des actifs dans d'autres pays où la valorisation était surfaite.

Mais si on met, on équilibre certaines SIR equity plus des obligations émises par sociétés immobilières, des obligations immobilières, cela va fortement diminuer la volatilité donc tout va diminuer.

Mais un portefeuille 100% REIT sera volatil.

Mais je pense que l'immobilier comme d'autres secteurs doivent faire partie d'un portefeuille diversifié. Parce que suivant la géographie, suivant l'état de l'économie, suivant la typologie du secteur, c'est le fait d'avoir une excellente diversification qui fait que sur le long terme on va pouvoir surperformer.

Mais c'est vrai que ces 10 dernières années, depuis la crise de 2007 qui a été particulièrement violente, traumatisante pour beaucoup de personnes, nous sommes depuis 2009, fin de la crise, dans une période de croissance au niveau des SIRP belges et européennes, etc.

Donc l'intérêt d'inclure une SIRP dans un portfolio est au même titre que n'importe quelle autre action ? Il n'y a pas de caractéristique particulière ?

Attention on est lié à l'immobilier. A partir du moment où on garde une action immobilière plus de 3 ans dans un portefeuille on peut dire qu'elle capte après 3 ans toutes les caractéristiques de l'immobilier direct. Il y a des études qui ont été faites. Personnellement j'ai un graphe là-dessus. Mais si on garde une action SIRP 3 mois ou 6 mois dans son portefeuille, on achète puis on revend après 6 mois 9 mois, là on a investi en bourse, et non en immobilier. Parce que là on n'a pas capté.

La corrélation entre l'immobilier papier et les autres secteurs equity est énorme. Ce n'est qu'après un certain nombre d'années qu'elle a véritablement le comportement de l'immobilier réel. C'est donc seulement sur le long terme que les caractéristiques de l'immobilier réel sera capté par l'immobilier papier.

Cette étude est-elle disponible sur internet ?

Je vais vous l'envoyer par mail.

En parlant de corrélation, de nombreuses études académiques analysent la causalité entre la variation du taux d'intérêt et la variation du cours de bourse des SIRP. Cela a-t-il un intérêt, ou déterminer le Beta via une régression suffit ?

C'est une information parmi d'autres.

Mais une bonne analyse faite sur le continent de l'impact d'une hausse des taux sur les SIRP je n'en ai jamais trouvée de bonne. Il y en a quelque unes aux états unis, mais pas en Europe. Je n'ai jamais vu de bonne étude là-dessus.

Ce que je voulais dire, je vais vous donner un exemple précis car au tout début de l'entretien on regardait l'impact d'une hausse des taux sur l'immobilier papier et bien j'ai fait une analyse il y a deux semaines. Depuis deux ans, les taux 7 ans ont augmenté, Je prends 7 ans car c'est en général la durée des emprunts, des dettes, des crédits pris par les sociétés immobilières. Et bien les taux à 7 ans en Allemagne ont augmenté de 0.5%. On pourrait donc dire : « les taux ont augmenté donc il y a eu un impact négatif sur la valorisation de l'immobilier papier ! ». C'est souvent ce que les gens pensent. La réponse est non, l'immobilier papier a augmenté de plus de 20%.

Est-ce que c'est particulier par rapport à l'époque actuelle ?

Bien oui on vient d'en parler, c'est le deuxième chapitre de notre entretien cad faut voir les raisons de cette hausse de taux. Y a de l'inflation qui revient, y a une demande d'espace qui revient, il ya donc des loyers qui augmentent, etc, etc. les portefeuilles qui se valorisent mieux, ...

Dans une économie développée est ce qu'on observe souvent une augmentation du taux d'intérêt qui n'est pas liée à une augmentation de l'inflation ou d'une croissance économique ?

A la fin d'un cycle il peut y avoir des comportements des taux qui sont un peu irrationnels.

La question va peut-être vous paraître bête mais sur 100% du temps, les taux sont liés à l'activité économique pendant 80% du temps ? il y a juste quelques petites exceptions qui font qu'à certains moments ils sont déréglés ? Mais en règle générale, une augmentation des taux rime avec une augmentation de l'activité économique, une augmentation de l'inflation ?

Oui, mais en fin de cycle, il y a certains banquiers qui augmentent leurs taux car ils ne veulent plus faire de crédits. Et donc ils freinent tout le marché en disant je ne veux plus prêter. Mais bon je suis obligé de laisser la porte ouverte. Donc si les banques prêtaient à un taux de 4% en jour t , en jour $t+1$ ils mettent 7%. Donc 7% par rapport à l'IRR de mon projet immobilier c'est énorme. Je ne prends donc pas de crédit et je n'ai plus envie de mener mon projet à bien. Donc on n'engage plus donc il sera parti à la baisse alors. On n'engage plus, donc les salaires je ne vais pas les payer donc donc donc la machine commence à repartir à la baisse et c'est la chute.

Existe-t-il des articles concernant ces cycles ?

Pour ça il faudrait voir un stratéliste ou un économiste pur.

Imaginons qu'on ne soit pas à la fin d'un cycle. Comment l'action d'une entreprise industrielle (une action automobile ou une action d'ordinateurs) réagit suite à une variation du marché boursier ? Quelle pourrait être la différence de réaction entre cette action et une SIRP ? Je vous pose cette question car souvent l'action SIRP est plus défensive donc le beta est un peu plus faible.

Exactement, parce qu'il y a des contrats. Tout est lié aux contrats qui sont signés. J'ai un locataire et il ne me signe pas au jour le jour. J'ai un locataire qui m'a signé mon contrat pour 3, 6, 9, 15 ans (maison de repos), 20 ans (logistique). Imaginons qu'il y ait une crise. Ha bah oui il y a une crise, mais le client, lui, est toujours là. Si il s'en va il doit payer. Tandis que le particulier qui va acheter des Lenovo, il voit que c'est la crise, il a perdu son emploi, les perspectives sont mauvaises, ... Il arrête d'acheter du jour au lendemain.

Donc c'est lié à la durée longue des contrats, et donc du loyer sur le long terme.

C'est en raison des revenus futurs qui sont clairs pour la SIRP que l'action SIRP suit la tendance du marché boursier mais moins fort ?

Exactement, il y a une visibilité sur les cash-flows futurs qu'il n'y a pas dans d'autres secteurs.

En période normale de taux (donc on omet la période actuelle qui assez particulière : fin de cycle et taux très bas), suite à une augmentation des taux quelle va être la réaction d'une action Lenovo vs une action SIRP ?

On sait dire quelque chose mais peut-être pas tout.

Si le cout de financement augmente, par rapport à mon projet qui est de faire des ordinateurs avec une certaine rentabilité, la rentabilité va être moindre.

Donc je vais être pénalisé au niveau du passif de mon bilan. Car au niveau du passif ce sont toutes mes dettes qui me permettent d'investir et de créer et de vendre. Donc si les taux d'intérêts augmentent l'entièreté de ma machine va être un peu grippée.

Donc si j'ai moins de rentabilité je vais peut-être devoir désinvestir au niveau du personnel, j'aurai un trop grand cout du personnel qui s'ajoute au cout de mon financement. Donc la rentabilité diminue.

L'impact du cout de financement qui aura directement un impact sur les décisions de projets à venir et donc ça va diminuer les choses. Ce qu'on peut faire alors c'est une augmentation de capital via l'émission d'actions.

Si les taux d'intérêts augmentent, suite à une augmentation de l'activité économique, une société qui produit des laptops ne devrait-elle pas pouvoir adapter son prix de vente assez rapidement, pour répercuter son cout sur son client ? Donc logiquement, l'impact des taux d'intérêt avec un cycle cash plus court devrait être plus faible ?

Non, ça c'est la théorie sur papier. En réalité, ce qui va se passer c'est que si Lenovo augmente ses prix, le client va se dire que à coté il y a Sonny qui en fait des bons à prix plus faibles. Ou des Macs en fin de série. Donc le client fait un Trade off.

C'est exactement la même chose au niveau immobilier.

Par exemple, Home Invest a un gros problème aujourd'hui. Elle essaye d'avoir une rentabilité de 5%. Elle a des taux de financement très bas mais maintenant les couts de matières premières augmentent, les salaires augmentent et en plus il est difficile de trouver de la main d'œuvre car ils repartent en Pologne. On observe donc une augmentation des couts. C'est embêtant. Mais ils disent, oui mais on voudrait avoir un bel actif d'appartements et avoir 5% d'IRR. Mais la société qui construit les appartements, elle fait face à des couts supérieurs. Donc le cout du building d'appartements augmente. Et concernant cette augmentation, le constructeur considère qu'il n'y a aucun problème car selon lui il suffit à Home Invest d'augmenter les loyers pour maintenir son IRR de 5%. C'est facile vu comme ça ... Si les couts augmentent, l'achat des appartements par Home Invest augmentent. Mais il n'y a pas de problèmes car home Invest va augmenter les loyers. Donc on reporte le cout sur le client final. C'est facile.

ET bien pas du tout ! Parce que les locataires ne savent pas payer plus. Parce que c'est impossible d'augmenter les loyers en Belgique. Parce qu'il y a une paupérisation criante. Au niveau social, la force de travail du middle management souffre de plus en plus car il y a une augmentation des taxes. Parce que le retail commence à augmenter les prix, etc, etc et en plus il faudrait payer un loyer qui augmente... C'est tout simplement impossible.

Donc si on veut augmenter les loyers cela va dépasser un certain seuil. De tel sorte que les gens vont se dire non je ne vais pas dans cet appartement.

Je vais faire dix km de plus en dehors de ville afin d'avoir un loyer inférieur et tant pis je ferai les trajets.

Donc ce n'est pas mathématique et c'est ça qui, je pense, est fondamental dans tout ce qu'on va dire depuis une heure. Il n'y a pas de relation mathématique. Il n'y a pas de formule merveilleuse avec 40 variables qui dit : c'est simple, si l'intérêt augmente voici exactement de manière linéaire (ou non) l'impact que ça aura sur la valeur du bâtiment et donc sur l'action immobilière. Ça dépend de dizaines de variables.

Je vous posais cette question car j'aurais cru que l'action SIRP étant considérée comme une action ayant certains comportements d'une obligation, l'impact, d'une variation des taux d'intérêt sur sa valeur, aurait été plus violente que l'impact sur l'action Lenovo.

ET aussi car je pensais qu'au niveau des loyers, l'entreprise ne pouvait adapter ses loyers qu'une fois par an alors que Lenovo pourrait le faire plus régulièrement.

Personnellement, je pense que Lenovo aura une volatilité plus importante que l'action SIRP. Parce qu'il y a l'aspect défensif de l'immobilier. Le bâtiment sera toujours là dans 10 ans alors que Lenovo ne sera peut-être plus là dans 10 ans. Mais le bâtiment sera là dans 10 ans car il y aura un contrat, un locataire. Donc là je pense que l'action SIRP est plus défensive et moins volatile dans une certaine mesure.

Si on assiste à une variation du cours de bourse, est ce que la réaction des obligations long terme est différente de la réaction des SIRP ? qu'est ce qui justifie cette différence ?

Il existe une notion importante au niveau des obligations c'est le spread de taux. Le spread c'est-à-dire, les taux d'intérêt sont à 1% dans le marché. Ça c'est le taux sans risque. Et donc toutes les sociétés immobilières qui ont comme rating en général BBB ou triple B moins ou triple B plus, le taux sans risque est triple A ou double A. Donc pour pouvoir faire un alignement au niveau du rendement, c'est deux obligations très différentes. Une émise par un état et l'autre émise par une entreprise immobilière qui est à risque et évolue dans un secteur lent à réagir, et parfois avec des risques économiques, etc. Donc pour amener l'investisseur à aller dans l'immobilier plutôt que dans des bonds d'état, et bien je vais devoir fournir un spread en plus du taux sans risque. Ce spread varie fort en fonction de l'entreprise et du type d'obligation. Donc ce spread varie vraiment d'une entreprise à l'autre et même au sein d'une même entreprise. Certaines entreprises ont un spread très petit de 75 points de base et d'autres ont des spreads de 3%, 4%, 5%.

Par exemple, il y a une entreprise qui s'appelle quadrus ou quarius, qui a émis une obligation à du 7%. Du 7% par rapport à un projet qui a un IRR de 8% c'est déjà serré. Par rapport au taux sans risque ça va, mais si pour attirer l'investisseur, pour qu'on puisse acheter cette obligation immobilière il faut augmenter le spread et rajouter quelque chose au taux sans risque de 4,5,6% pour arriver au total de 7%, moi je n'ai pas envie d'investir là-dedans.

Beaucoup de particuliers vont dire : « une obligation de 7%, une obligation, j'y vais !! »

Mais ils oublient que l'entreprise peut faire faillite...

Je ne sais pas si je réponds bien à la question ...

Peut-on reformuler la question.

Suite à une variation des taux long terme , y a-t-il une différence entre la réponse du marché boursier dans son ensemble et la réponse de la SIRP ?

Il n'y a pas de formules car certaines SIRP sont plus défensives mais également plus illiquides.

Donc si j'ai envie de vendre aujourd'hui je n'y parviendrai pas.

Alors que d'autres sociétés industrielles (autres que des sociétés immobilières) qui même si il y a une hausse des taux, ont des projets tellement extraordinaires (comme Google ou Mac) que même si les taux augmentent, ils ne seront pas trop impactés.

Ce n'est qu'une fois que le marché est stabilisé que une hausse des taux aura un impact important.

Donc il n'y a pas de loi économique financière qui permet de répondre à votre question.

Car en plus on retrouve des dizaines de risques pour une société qu'on ne retrouve pas dans une autre. Donc on ne peut tirer de conclusions...

Concernant les taux d'intérêt et le marché boursier, avez-vous des prévisions particulières pour les prochaines années ? comme par exemple, suite aux annonces de la BCE on sait que les taux court terme ne vont pas remonter avant septembre 2019.

Attention, la BCE fixe bien les taux court terme, pas long terme. Le long terme est déterminé par le marché : tous les agents qui le déterminent par les actes qu'ils posent.

Mes réponses ne vous rassurent pas, parce que c'est mieux d'avoir une formule mais pourquoi pensez-vous qu'il existe des milliers d'analystes ? Parce que justement il y a énormément de variables à analyser. L'influence du politique, de la législation, de la demande, des salaires sur tel ou tel business que ce soit de l'immobilier ou des lunettes. Et il faut tout le temps analyser les risques et chaque matin on remet la page blanche. Aujourd'hui dans quoi vais-je investir ? On a tel portefeuille aujourd'hui, est ce qu'on a reçu des nouvelles de la nuit qui font que je vais devoir changer la pondération dans mon portefeuille ? Et ce, pour n'importe quel secteur. Et il faut faire cette réflexion tous les jours. Si on disposait d'une formule toute faite, on serait tous à la plage.

Et d'où une question importante qui sort de notre entretien : faut-il se spécialiser ? Faut-il prendre des risques dans un portefeuille ou bien suivre le marché ?

Faut-il prendre des risques à n'importe quel moment du cycle économique ?

Par exemple, en 2009 lorsque toutes les actions étaient sous évaluées, tout était au plus bas, on pouvait se permettre d'acheter beaucoup car on sentait que ça allait remonter. Mais aujourd'hui on est en bout de cycle, donc faut-il encore prendre des risques ? Faut-il encore investir dans l'immobilier papier ? Est-ce qu'il faut encore investir car l'immobilier papier est assez peu volatil ? Si Trump commence à prendre des décisions irrationnelles pour nous, quel sera l'impact sur notre portefeuille ?

Et en plus on est dans une économie qui évolue très fort. On passe de plus en plus à l'e-commerce, ça provoque d'autres demandes c'est-à-dire que maintenant c'est la logistique qui prend le pas sur l'immobilier physique de retail.

Tout ça il faut le comprendre donc ça demande du temps de l'analyse, de la lecture, de la compréhension du marché qui fait que ce n'est pas binaire.

Je pensais laisser cette question comme question secondaire pour me concentrer sur les risques d'ordre financier mais à part le risque boursier et de taux d'intérêt, quels sont les risques pour un investisseur qui investit dans une SIRP ?

Le changement de réglementation présente un gros risque pour les SIRP mais ça n'arrive pas souvent. On vient de recevoir un nouveau mail indiquant un grand risque pour les REIT en Hollande car l'état veut taxer l'immobilier hollandais. Il existe des sociétés REIT hollandaises, c'est-à-dire cotées à Amsterdam, comme Euro Commercial Properties par exemple qui ne possède aucun actif en Hollande. Cette société a des actifs en Belgique, elle vient d'acheter le Woluwe shopping center. Elle a des actifs en Suède, en Italie et en France. Mais c'est une société qui est domiciliée en Hollande, qui est listée à la bourse d'Amsterdam. Cette entreprise ne sera pas impactée par cette nouvelle législation qui est de dire que ceux qui investissent dans l'immobilier en Hollande vont être taxés.

Résultat, les sociétés Hollandaises ce matin perdent 2%, 3%. Vastned retail , 4.5%.

Ce n'est même pas une nouvelle loi. Elle n'est pas encore parue. C'est juste un analyste qui dit : « nous avons entendu les différents travaux parlementaires et nous sentons que le vent va dans cette direction, et donc ils pourraient sortir une loi dans plusieurs semaines ». Pour les investisseurs, le côté positif de la bourse et le papier c'est de dire aujourd'hui je vends car il y a un risque législatif. Et ce temps entre la décision de vente et la vente effective est très courte.

Le plus gros risque pour moi c'est toujours le locataire. Les locataires qui font faillite et qui ne savent plus payer leurs loyers, ou ceux qui partent. Donc parfois on a des actifs qui restent vides. Prenons un exemple concret, boulevard du souverain, ancien bâtiment de la Royale AXA sur lequel les USA ont une option mais qui est soumis à plusieurs contraintes comme la procédure de classement de l'immeuble. Ce bâtiment coûte à Cofinimmo en termes de taxes foncières annuelles 3 mn et demi d'euros pour un bâtiment qui est vide et un dossier qui est difficile. Certains veulent le classer, les USA voudraient qu'on accélère les choses. Ils ont un intérêt énorme pour ce site-là. C'est quand même les Etats-Unis, c'est l'ambassade. Ils ont fait le tour de tout Bruxelles et ils veulent absolument ce terrain-là. Mais la commune a été terriblement frustrée car Cofinimmo n'a jamais été les voir pour dire : « nous avons un nouveau dossier, on a un projet, ce serait sympa si vous pouviez nous écouter, on va le faire ensemble ». Non, elle a été trop vite. Elle a fait l'erreur humaine de ne pas aller voir la commune et de directement aller voir la région. Donc la commune est frustrée et dit : « ha c'est comme ça ? et bien on va vous mettre des bâtons dans les roues ». C'est de l'humain.

Le risque humain est encore un risque mais on ne va pas le noter. Mais tout ça pour dire qu'il existe des centaines de risques. Il existe un nouveau risque, par exemple, Cofinimmo en juin 2018 a changé de CEO car l'ancien allait à la retraite. Il a changé de CFO qui était un français venu en Belgique après la crise mais qui a toujours exprimé son envie de retourner à Paris car sa famille était là-bas. Et il a pris la décision de retourner à Paris. Il a prévenu 6 mois avant, y a plus de crise, donc je vais retrouver un autre boulot à Paris.

Donc CEO, CFO. Et le CIO voulait être CEO mais ne l'a pas obtenu car Cofinimmo a choisi un externe position. Il a donc décidé de s'en aller. Donc tout le management s'en va. On est donc face à un grand risque. Qui va reprendre les dossiers ? Et quel est la connaissance de ces gens ? Mais ça peut également être une opportunité. Car le nouveau CEO va peut-être aller voir la commune pour dire : « je suis nouveau, je vous respecte, faisons fi du passé et recommençons une nouvelle relation »

Axa est parti et donc il n'y plus de loyers mais en plus il y a des taxes de 3.5 mn. Taxes sur le foncier, précompte immobilier, ...

Il existe aussi les risques de problèmes dans la construction : risques d'amiante, risque de malfaçon, ...

D'ailleurs les REIT quand ils font une augmentation de capital, ou bien qu'ils fassent appel public à l'épargne, ils doivent faire un prospectus d'émission dans lequel ils sont obligés de lister tous les risques.

Maintenant, si demain il y a un lunch sympa entre l'ambassadeur des USA et le maire/bourgmestre de la commune et que tout se délie, le classement du bâtiment est abandonné, les usa reprennent le bâtiment, ce qui fait des millions pour Cofinimmo. Alors directement, l'action reprend.

Quels sont les segments de l'immobilier SIR qui résistent le mieux à des variation de taux d'intérêt et à des variations du cours boursier dans son ensemble ?

Pour moi le résidentiel est plus stable par ses qualités intrinsèques c'est à dire un loyer qui tombe régulièrement, une demande plus forte que l'offre : donc si un locataire s'en va on en retrouve un nouveau rapidement, on a peut-être 2 mois de battements, sinon c'est assez stable. En plus les bâtiments sont amortis sur une période plus longue (30 ans).

Par contre, tout ce qui est logistique, bureau : rue de la loi avec ses bâtiments obsolètes. Selon un spécialiste du bureau, de plus, à partir de 10 ans faut rénover ; refaire façade, l'intérieur... ce qui demande beaucoup de changements et donc le bureau est quelque chose de volatil avec des contrats pas très longs.

Au niveau résidentiel, même si le contrat protège le locataire, on voit que le locataire change peu.

Attention, le cout de déménagements (dépend d'une société à l'autre : en extension, besoin de plus de place et donc le bâtiment même rénové serait trop petit) reste gigantesque pour une société. On ne déplace pas que des meubles. Tous les documents sont à refaire. Il faut une nouvelle adresse, modifier le site internet... C'est un cout gigantesque et donc ça freine certaines sociétés qui sont en croissance ou l'inverse pour les société qui décroient leurs effectifs (H&M : plus besoin d'autant de place, ça coute cher elle a envie de déménager car elle a pas envie de payer tous ses loyers...). Donc ça dépend un peu d'un secteur à l'autre, d'un positionnement géographique à l'autre, mais je peux dire que le résidentiel est moins volatil que les autres.

Est ce qu'on observe actuellement sur le marché des SIR un diversification discount ?

Est-ce que l'investisseur comme dans beaucoup d'autres marchés préfère des sociétés vraiment spécialisées ou bien est ce que la société Cofinimmo par exemple attire aussi pour d'autre raison ?

C'est un beau débat, c'est un beau débat (MDR)

Je pense que depuis 1990 il y a un changement. Avant 1990 on préférait les conglomérats. Par après, des entreprises comme BCG, McKinsey, ... ont conseillé de favoriser la spécialisation des entreprises. En conséquence, de nombreux conglomérats ont été rachetés, séparés et revendus. De plus on considérait que l'investisseur pouvait diversifier son portefeuille bien plus efficacement qu'une entreprise. Il en résulte des conglomérats discount en Bourse qui reflète la « punition » infligée par les investisseurs.

Y a-t-il une tendance à la spécialisation dans le marché des REIT ?

Il y a une tendance à la spécialisation parce que beaucoup d'investisseurs déconseillent aux sociétés elles-mêmes d'aller se diversifier.

Nous aimons autant faire notre shopping nous-mêmes. Donc au lieu d'acheter Cofinimmo (50% investi dans les maisons de repos et 36% en immobilier des bureaux ici à Bruxelles et 18% dans réseau d'agence de la MAF en France et les pubs d'Interbrew en Belgique) nous on aime autant faire notre shopping nous-mêmes. On préfère donc acheter les 50% de maisons de repos en achetant l'action Aedifica et les 36% de bureaux en achetant éventuellement une autre société qui fait du bureau de qualité.

La deuxième raison pour laquelle on aime autant décider nous-mêmes : la diversification, c'est un coût gigantesque pour l'entreprise car il n'y a rien à faire il faut être professionnel. Si une entreprise est investie à 25% dans le retail, 25% dans le bureau, 25% dans hôtellerie, 25% dans le logistique elle a besoin chaque fois d'avoir une équipe de spécialiste et donc 4 équipes pour pas un très grand volume donc il faut se spécialiser. Et même à l'intérieur d'un certain secteur, les entreprises ont tendance à se spécialiser encore plus.

Exemple : Unibail avait 225 shopping malls en Europe et elle a dit maintenant, et uniquement du retail et du commerce, je vais me spécialiser encore beaucoup plus. Je sais qu'elle a un peu du bureau et d'exhibition center mais pas grave. Elle a dit nous avons 220, 225 shopping malls, on va se limiter aux 70 plus gros. On va se spécialiser dans les plus gros. Le reste il y a trop d'acteurs. On n'arrive pas à se départager des autres donc nous allons revendre 125, 150 actifs

et avec ce cash on va améliorer les 70 plus grands malls (ex : le futur Néo au Heyse, tout ça va être une REIT qui va acheter et puis qui va revendre après).

Autre thème que je voulais aborder : une bonne société immobilière ne doit pas garder un actif jusqu'à son terme, jusqu'à ce qu'il coule. Une bonne SIR a un nouveau projet, achète un nouvel actif, soit qu'elle repositionne (qu'elle rénove totalement) soit il est tout neuf et on trouve un locataire qui paye des loyers de marché, on attend 2 ans et puis on vend le bâtiment. Parce que ça sera dans 2_3_4 ans qu'il aura sa plus grande valeur. Et puis on vend et puis on recommence. On trouve un autre bâtiment soit neuf soit qu'on rénove si on veut avoir un IRR important. Un vieux coucou bien positionné où les loyers sont très élevés, on va pouvoir éventuellement agrandir le bâtiment (augmenter le toit, augmenter de 2 étages, faire des parking) et dans le bâtiment, avec des nouveaux loyers de marché, et après 3-4 ans on vend. Et c'est tout le temps comme ça qu'on nous recycle le capital .

En cas de SIR publique, ils ont l'obligation par la loi d'avoir une vision patrimoniale de long terme et donc s'ils achètent un bâtiment, ils doivent le garder au moins 25 ans avant de le vendre.

Oui, ici la vision doit être immobilier long terme mais on peut acheter un bâtiment et après 3-4 ans le revendre, on peut faire ça. Mais y en a qui le revende souvent après 5 ans sinon ça sera considéré comme des marchands de biens etc. et il y aura un impact fiscal et ça ils n'en ont pas envie.

Mais quel est l'attrait des SIR par rapport à d'autres secteurs ? C'est que ce sont des sociétés qui ne payent pas de taxes, qui ont une transparence fiscale. Et donc quelque part, c'est intéressant quand même de savoir que l'actionnaire va recevoir à peu près 80% du FFO et donc ça c'est intéressant. Pour moi c'est quelque chose qui attire terriblement.

Et puis le dernier attrait de ces SIR, c'est qu'enfin nous avons (depuis les années 60 aux USA), l'accès à de l'immobilier de différents secteurs en investissant que quelques euros. Je peux avoir une action d'une société qui a les 70 plus grands shopping malls en Europe et là je vais acheter une action qui vaut 180 euros. J'aurai une action et je serai exposé aux 70 plus grands shopping malls et après j'irai acheter, je ne sais pas moi, et en achetant une action de belles sociétés parmi les 4-5 SIR, je vais avoir mon petit portefeuille bien, de qualité et j'aurai accès à des centaines d'actifs.

En parlant justement de ce potentiel malus de diversification, dans mon cours de stratégie en première master, il était expliqué que lorsque 2 entreprises industrielles (Par exemple AB Inbev et SABMiller) fusionnent il y a un potentiel de synergie qui est grand et assez facile à obtenir comparé à des entreprises moins industrielles.

Tout à fait, je pense que c'est aussi le cas dans l'immobilier.

Peut-on s'attendre à, ce que dans le futur il y ait des fusions entre des REIT belges, française, espagnoles, allemandes ?

Alors là il y a plusieurs choses à dire. Premièrement, il y a toujours des économies d'échelle à faire : par exemple une résidence avec 400.000 bâtiments ; s'il faut acheter 5000 fenêtres ça va induire des économies d'échelle importantes.

Deuxièmement, en tant qu'investisseur, moi je n'ai pas toujours envie que les sociétés fusionnent. Parce qu'il n'y a en Europe que 150 valeurs, 150 sociétés qui font de l'immobilier listées, pignon sur rues avec un certain capital liquide. On en a 50 dans notre portefeuille. Si 2 fusionnent, ça fait 1 en moins.

Ça a été le cas en Italie : il n'y avait que 3 sociétés et maintenant plus qu'une. Ça a été le cas en Espagne cette année, il y avait 5 sociétés il en reste plus que 3. En Autriche il y avait 2 sociétés, il en reste plus qu'une. C'est embêtant d'être exposé en Autriche avec une seule REIT, qui n'est que dans un seul secteur, c'est-à-dire le résidentiel. J'aimerais bien qu'en Italie par exemple, il y ait 200 REIT de qualité. Et bien non, il n'y en a que 2 donc je n'ai pas envie qu'elles fusionnent.

Ça c'est pour l'investisseur : j'aime autant faire mon shopping avec des véhicules précis spécialisés, liquides, de qualité, un management de qualité, un bon portefeuille bien positionné dans un bon pays avec une croissance économique, des loyers en augmentation, pas trop de coûts de production etc.

Autre chose, oui il y a des économies d'échelles mais lorsque différentes sociétés fusionnent, il y a aussi un portefeuille de client qui est plus intéressé. Je m'explique : quand un client est présent dans plusieurs pays (ex : Amazon) il aime bien travailler avec certaines REIT car elles sont investies dans tous ces pays, elles ont un réseau de terrain dans tous les pays et donc le client peut dire :

- « ok, ça m'intéresse mais je voudrais bien aussi aller en Hollande »
- « oui mais moi je ne suis pas en Hollande »
- « Ah donc je ne vais pas travailler avec vous, mais je vais aller travailler avec une autre société »

Cette société, ça l'ennuie donc elle a parfois envie d'acheter son concurrent parce que comme ça elle aura une plus grande présence, elle pourra servir beaucoup mieux ses clients.

C'est pour ça que par exemple, Warehouse De Pauw (logistique) il est aussi en Hollande parce qu'il y a des clients qui aiment la Hollande, la Belgique, la France. Un peu stratégiquement dans les pays où il faut être.

Donc dans le futur, on pourrait s'attendre à des fusions, parce que oui il y a beaucoup de chances qu'elles génèrent des synergies. Maintenant ces synergies, en plus, permettent à des gros clients d'être attirés par ces plus grosses entreprises mais l'investisseur n'aime pas toujours cette spécialisation parce qu'en fait il y a le risque de management qui est moins diversifié ou c'est juste le fait d'avoir vraiment plus de spécialisation ?

Mais il y a moins d'actions, moins de sociétés, et ça m'ennuie.

Imaginons Aedifica qui fusionne avec une REIT qui est à 100% dans l'immobilier de santé en France, est ce que c'est dérangeant ? Parce que justement ça diminue le nombre d'offres ?

Ah oui, j'aime autant moi-même faire la diversification géographique car si il y a une nouvelle législation en France, moi je peux vendre aujourd'hui directement.

Si Aedifica a fusionné avec l'entreprise X française qui fait aussi des maisons de repos, je ne sais pas en sortir et donc je dois tout vendre alors. Si je sens qu'il y a un danger, je vais tout vendre. Donc aussi vendre la partie belge.

Même si ça implique une augmentation des dividendes pour les actionnaires ? (WTF)

En général ce sont les sociétés qui décident de ce qu'elles vont distribuer. Il y a la loi qui dit : il faut un minimum de 80% FFO. Certaines sociétés disent « bin non ».

Les règles des SIR vont impacter la société à augmenter les dividendes ?

Vous pensez qu'actuellement sur le marché des REIT en Europe il y a une tendance à fusionner justement pour atteindre ces synergies ? Oui, Oui.

Ou bien justement la « retaliation » des actionnaires est tellement forte que personne n'ose le faire ?

Pourquoi est-ce qu'il y a des fusions acquisition pour le moment ? Parce que nous sommes arrivés au bout du cycle économique et immobilier. Les sociétés n'ont plus de choix aujourd'hui que de croître de manière externe en acquérant une autre société.

Elles avaient un portefeuille de très mauvaise qualité au début de la crise, pendant la crise et juste après la crise en 2009 avec des actifs au Maroc, en Turquie, aux USA, en Ecosse, des endroits où il ne faut pas être. Non pas parce que ce sont des mauvais endroits, mais parce qu'on n'a pas le même réseau, on ne connaît pas les locataires, on ne connaît personne, on n'a pas de lien, ce n'est pas notre culture. Enfin, on ne connaît rien. Il ne faut pas aller là où on ne connaît rien. On dit toujours que l'immobilier c'est local local local. C'est à dire, dans ma rue, je connais ma rue, je sais qui habite là, je sais où c'est vide. Je sais comment ça marche, je sens le pouls économique ou pas. Mais qu'est-ce que j'en sais aux USA, dans tel Etat, telle rue... je n'y connais rien. Donc bref ne pas être là.

Certaines sociétés doivent se restructurer et elles ont donc restructuré à partir de 2009 leur portefeuille. Elles ont vendu toutes les crasses, tout ce qui n'était pas en accord, elles ont changé leur management. Ça c'était la première vague.

La deuxième vague c'est qu'elles avaient un bon portefeuille de bonne qualité, et alors elles ont augmenté la valeur. C'est à dire qu'elles ont fait les investissements qu'il fallait, elles ont rénové certains actifs, elles ont vendu d'autres actifs pour pouvoir financer la rénovation.

Elles ont augmenté leur valeur parce que les taux d'intérêt dont le coût de financement diminuait donc elles ont pu acquérir d'autres actifs. Elles ont commencé à agrandir les portefeuilles. Ça c'était la troisième vague.

Après ça, il y a plus grand chose. Si ! Elles ont pu augmenter non seulement en acquérant des actifs, parfois des portefeuilles entiers non listés directement, mais elles ont commencé à

ajouter un étage, ajouter des parkings etc. La valeur a donc augmenté, elles ont fait du développement.

Mais maintenant l'histoire est terminée alors la seule possibilité de grandir c'est en acquérant son concurrent. Mais là, nous, on n'est pas d'accord parce que ça se fait au top du marché. Je ne vais pas acheter mon concurrent au top du marché, ça c'est l'horreur. On achète trop cher, de manière trop précipitée. Dans ce cas, c'est le CIO qui ne fait pas bien son travail. Il commence à patiner dans la choucroute et il commence à avoir des exubérances, un comportement pas normal, pas rationnel, pas économiquement porteur.

Donc actuellement on observe beaucoup de fusions et c'est un très mauvais moment pour les fusions car les entreprises qu'on achète sont survalorisées ?

Il n'y a pas une loi générale, il n'y a pas une formule globale ce n'est pas binaire mais parfois on voit des choses qui ne vont pas. Et il y a 2 réactions qu'on voit.

Les investisseurs vont à l'assemblée générale et votent contre le projet. Oui, nous sommes porteurs d'actions donc on va à l'AG où on nous parle de la fusion, on va d'abord voter, et nous pour tel et tel cas on va dire non.

La deuxième chose, et ça arrive souvent, c'est que le CIO de l'entreprise qui est achetée, (comme l'histoire de la commune tout à l'heure) n'a pas été prévenu. Le CIO de l'entreprise A n'a pas téléphoné à l'entreprise B, au CIO de l'entreprise B, pour dire « viens un peu, on va manger un bout, voilà ce qu'on va faire, est ce que tu as envie de faire partie de l'équipe ? » Il soigne donc humainement quelqu'un. Souvent les entreprises A ne préviennent pas et elles disent « on achète cette société-là ». C'est un achat agressif.

Donc le CEO de la société B fait tout pour empêcher ce deal. Par exemple Vonovia a voulu acheter Deutsche Whone. Le CEO n'était pas prévenu donc il s'est crispé. Il a fait une augmentation de capital pendant le week-end et a acheté un tout autre secteur. Alors qu'il était jusque-là presque exclusivement dans le résidentiel, il a acheté en une semaine un gros portefeuille de maisons de repos. Donc Vonovia c'est dit ouille c'est quoi ça... Nous on s'en fout des maisons de repos ...

On assiste donc à des comportements de management qui ne sont pas rationnels, qui ne sont pas bons et qui vont à l'encontre de l'intérêt de l'actionnaire.

On revient à l'humain. Et parfois on observe une réaction saine de la part de l'actionnariat qui dit : « mais attendez où seront les synergies ?. Vous dites qu'il y aura autant de millions mais

si c'est vrai c'est peanuts, on s'en fout ». Ou au contraire, « c'est un montant gigantesque ! Est-ce que vous êtes sûr de vous ? Savez-vous nous l'expliquer ? Ouais mais s'il y a ça qui se passe ça va être génial et si il y a ça qui se passe ça va être génial ».

Mais avec des si on peut tout faire... On peut racheter la Belgique avec des si.

Donc il faut être prudent. Oui c'est la tendance aujourd'hui car les entreprises veulent parfois trop grandir. Personnellement en tant que gestionnaire de portefeuille, j'aime autant qu'on achète de plus petits portefeuilles qui, peut être, ne sont pas listés et qui ne sont pas trop valorisés. Mais aujourd'hui tout a pris beaucoup de valeur.

Pendant cette période de faible taux, beaucoup de gens se sont rétractés du marché des obligations et ont cherché une valeur alternative. Ce que j'ai compris c'est qu'on a assisté à une ruée vers l'immobilier. Peut-on considérer aujourd'hui, avec un certain degré de certitude que les SIRP sont surévaluées ?

Je sais par exemple que Aedifica présente une valeur boursière de 150% de la valeur des actifs. Est-ce signe d'une survalorisation ou est-ce signe d'une bonne stratégie de l'entreprise ? Est-ce qu'actuellement on assiste à une augmentation excessive de la valeur des actions SIRP de façon générale ?

Alors j'ai plusieurs choses à dire.

Première chose, c'est une erreur de dire qu'il y a eu un engouement énorme pour l'immobilier papier. Nous, nous ne sentons pas qu'il y a beaucoup de clients qui achètent de l'immobilier real estate (SIRP). Il y a différentes raisons à cela.

Certains ont été terriblement choqués par la crise de 2007, quand le secteur immobilier listé a perdu 60%, 70% parfois même 80%. En Autriche 85%. Donc ils avaient une action qui le matin valait 100 EUR et ce soir ou après les deux ans de crises elle ne vaut plus que 15. D'autres marchés comme l'Espagne ont totalement disparu, faillite générale. 2007 a choqué beaucoup de personnes qui ne veulent plus entendre parler de l'immobilier real estate.

Cette chute était-elle reflétée en Belgique ?

Non, c'était le meilleur étudiant de la classe.

Le meilleur, pourquoi ?

Parce qu'en Belgique nous avons un actionnariat assez stable, composé de fonds de pensions (long terme), de compagnies d'assurances (long terme). Ça c'est une première raison : l'actionnariat des SIRP est très très stable.

Deuxième raison, c'est que nous avons un marché qui est plus petit, une plus petite market cap, de plus petites entreprises donc moins liquides donc moins faciles à vendre. Et on n'a pas envie de vendre et puis que tout s'effondre.

Et puis le secteur des SIRP est plus défensif. C'est plus défensif pour des raisons de constitution de management. Il n'y avait pas d'exubérance. Ils avaient bien choisi leurs positionnements. Par exemple, Aedifica était bien positionnée, WDP dans la logistique également. Il y a moins de retail en Belgique qu'aux Etats Unis, ou partout en France.

Il n'y a qu'un seul secteur qui ne va pas c'est le secteur de bureaux. Et bientôt le résidentiel. Parce que nous avons un stock trop vieux. Nous avons beaucoup trop de grosses villas qui ne sont pas de qualité, qui ne sont pas rénovées, qui ne sont pas isolées, qui sont vieilles, qui ont 50 ans. Et nous avons un nouveau trend de changement de société, avec entre autres le divorce qui entraîne une diminution de la demande pour le résidentiel classique et une augmentation pour le résidentiel avec deux, trois chambres.

Mais il y a une autre raison. Aedifica est très chère, WDP a une prime par rapport à la net asset value en bourse de 53%. Ça a été jusqu'à 100%.

Presque tout le marché immobilier belge traite avec des primes. Seulement deux trois traitent avec un discount, dont Befimmo qui est de mauvaise qualité ou dans le mauvais secteur, avec un management qui n'est pas assez réactif.

Mais je veux revenir sur une chose, c'est le prix en bourse divisée par la net asset value. Mais qui définit la net asset value ? Ce sont les experts !

Et qu'est-ce qu'on demande aux experts en Belgique ? C'est de ne pas trop tirer les valorisations. Donc si ça vaut tout d'un coup deux millions, on va mettre un million cinq. On ne va pas commencer à ajuster cette valeur outre mesure chaque trimestre. Car si l'expert met 2 millions et que le trimestre suivant c'est un million neuf. Ça va monter et descendre. Donc ça va être volatil. C'est le cas en Angleterre. En Angleterre dès qu'il y a un vent froid on abaisse la valeur. Et dès qu'on a un vent chaud on la remonte. Ici, on est beaucoup plus

prudent. C'est ça le caractère prudent. En Belgique, les experts jouent avec les entreprises un rôle de modérateurs de la valorisation du portefeuille, de modérateur de sa volatilité.

C'est-à-dire que la NAV n'est pas un chiffre de marché, c'est quelqu'un qui a discuté avec une autre personne mais de manière professionnelle bien entendu. Mais on va éviter de tirer les valorisations une fois vers le bas, une fois vers le haut.

Donc si aujourd'hui, on valorise un portefeuille à du 5.5% ou 6% en terme de yield alors que les nouvelles transactions qui sont faites se font avec un yield de 4%, ces transactions sont donc plus chères. On sait que les nouvelles transactions dans notre secteur c'est actuellement du 4% de rendement mais nous on a valorisé notre portefeuille à du 5%, 5.5%. Prudence, comme ça on a encore de la marge. Comme ça si le 4% c'est 4.5 % ou 5% demain (chute des prix) , nous , les SIRP on est bien protégées.

Ça veut dire que la Belgique est un peu particulière.

Donc il faut voir sur le site de l'EPRA un graphe avec des batonnets par pays avec le price to NAV cad le prix par rapport à la net asset value. Et qui est en tête ? qui est le plus chère ? c'est la Belgique ! car le dénominateur, la NAV, la net asset value est trop petite. En fait la valeur de la NAV pour les sociétés Belges devrait être plus élevée pour le moment. Si le dénominateur devrait être plus élevé, ça signifie que le prix boursier n'est pas trop cher.

C'est la NAV qui n'est pas totalement correcte. On ne va pas dire qu'elle est fausse. Non, elle est juste au bas de la fourchette de valorisation de l'expert. Parce qu'un expert donne une fourchette. ET puis il va voir le CEO de l'entreprise et il lui dit : « voilà la fourchette, choisissez ce qui vous va le mieux ». Ça va dépendre de la comptabilité, ...

Ce n'est donc pas faux c'est juste poli. Il faut donc faire attention quand on dit que le marché est surévalué ou beaucoup trop cher en Belgique.

Donc suite à la crise, il n'y a pas eu une ruée vers les SIRP car les gens ont perdu confiance dans le marché ?

Attention on parle bien des SIRP, il n'y a pas eu d'engouement pour les SIRP ! Par contre il y a eu un engouement pour l'immobilier physique réel. Car là le particulier a envie d'acheter un petit appartement, parce qu'il a des enfants, il aura des revenus pour sa pension. Et ça il y a eu un certain nombre d'acquisition dans l'immobilier.

Ce mouvement a été aidé par une modification de la législation avec la DLU, la disposition libératoire unique. Qui avait pour but de rapatrier tout l'argent au Luxembourg qui n'était pas

déclaré à la Belgique. L'état a dit aux belges, on va fermer à moitié les yeux si vous réinvestissez les capitaux dans l'immobilier en Belgique. Vous rapatriez, vous allez payer x % ce qui est faible par rapport aux y % que vous devriez normalement payer. Qui est deux à trois fois X. Mais en contrepartie on vous demande de réinvestir ça dans l'immobilier belge. D'où à la côte plein de biens qui ont été achetés et donc les prix ont commencé à augmenter. Mais après 10 ans, tout le monde avait acheté. Mais maintenant plus personne ne veut acheter à la cote donc les prix commencent doucement à diminuer. Encore un exemple d'une législation qui vient impacter fortement le marché immobilier.

Personnellement, ça fait 13 ans que je gère l'immobilier listé. Nous gérons 1.2 milliard, 6 fonds et 6 mandats précis pour institutionnels. 6 mandats précis. Avec des contraintes spécifiées par des clients. Ma conclusion, c'est que je ne sais pas conclure. Il n'y a pas de formules toutes faites. Il n'y a pas de véritable grande loi qui régit ce marché. Il faut regarder au cas par cas. Il faut tous les jours étudier. Tous les jours recevoir plein des mails. Il faut chaque jour analyser dans tous les sens chaque société, chaque pays, chaque ville, chaque secteur, tout le temps. D'où la difficulté pour une thèse de mémoire.

(9 juillet – suite interview)

[Quel est l'impact d'une augmentation des taux sur le marché global des REIT ?](#)

Je pense que c'est la quête du Graal, la question centrale que tout le monde se pose.

Il y a deux choses à dire. La première, c'est que le marché Global des REIT est, en partie, influencé par les taux, par le niveau absolu et le niveau relatif des taux, par rapport aux IRR des projets immobiliers. Mais qu'il n'y a pas, à ma connaissance aujourd'hui, de formules toutes faites qui pourraient dire de manière linéaire ou pas « tiens voilà influence d'une augmentation des taux ou d'une diminution des taux sur la valeur des REIT ».

Ce que l'on peut observer dans le marché et qu'on a observé depuis un certain nombre de mois alors qu'on se trouve dans un ordre de taux très bas en absolu et si

[Ici \(ma question\) c'est en période de taux normal. Il y a une première question, en période de taux normal voir par quels canaux l'impact des taux viendrait logiquement impacter le marché. Personnellement je vois l'attrait des obligations rapport au marché boursier dans son](#)

ensemble, et puis un deuxième point , sur le financement des entreprises. Mais je ne sais pas si vous voyez plus que ça.

Et puis après bien sur, c'est voir actuellement. Comme dans la précédente interview, vous m'avais fait remarquer que la variation absolue prise seule n'est pas le plus important mais c'est aussi le niveau initial des taux qui est intéressant, donc c'est pour ça que je scinde en deux, pour (dans mon mémoire) pouvoir dire : en général c'est comme ça, mais maintenant on se trouve dans une période très bizarre, enfin qui est particulière, et donc aujourd'hui on devrait plutôt s'attendre à ça

Donc ce que je vais dire, ce sont des impressions, ce sont des sentiments, ce sont des observations du marché tel qu'il a été depuis 15 ans. Et dans ces 15 ans là, il y a la chute boursière, il y a eu le niveau de taux élevé (bon, relativement par rapport à la période actuelle), il y a eu des taux bas, il y a eu différentes situations de marché. Je répète qu'il n'y a pas de formules toutes faites. Je réponds à la première question.

Quel est l'impact d'une augmentation des taux sur le marché global des REIT en période normale de taux d'intérêt ?

Il y aura un impact voilà négatif à partir du moment où le spread entre l'IRR et les taux d'intérêts, même en période normale, est insuffisant.

Donc premièrement, certaines personnes vont vouloir quitter ce marché parce qu'il n'est plus attractif : les projets ne sont plus attractifs. Même si le taux est à 5 % et les projets sont peut-être à 9%, 10% d'IRR, avec les coûts de structure, avec les risques , etc, et les devises parfois, cela ne vaut pas la peine. S'il n'est pas attractif, et même si on hésite, ce n'est pas assez grand, certains acteurs quittent le marché des REIT pour se repositionner sur d'autres marchés plus attractifs.

Mais il faut savoir aussi que cela dépend du contexte, parce que si les taux sont normaux (entre guillemets car cela ne veut rien dire « normaux », ici ils diminuent quand même depuis 40 ans, même un taux à 4 % ou à 5 % est-il plus normal qu'un taux à 16 % ou à 1,5% ?) cela dépend vraiment de la macro-économie.

Mais je veux dire, ça c'est sur le passif du bilan, c'est donc le moyen de financement. Donc c'est le côté dette, emprunt.

Si les taux augmentent, évidemment cela va avoir un impact direct sur les cash-flows de l'entreprise. Par contre, si les taux augmentent, il faut en voir la raison. Pourquoi les taux, en période normale de taux, augmentent ? Pourquoi ? Est-ce parce que il y a une inflation ? Inflation qui va pouvoir se répercuter sur les loyers ? Qui se répercutera négativement sur les couts de financement ? Ou sur le coût des matières premières ? Il faut faire une analyse.

Mais globalement on peut s'attendre à ce que, si les taux augmentent, en période normale de taux, alors automatiquement il y aura un impact négatif sur la bourse.

Pour rebondir sur ce que vous venez de dire, vous avez parlé d'un impact direct sur les cash-flows : est-ce que ça s'observe en général sur le marché boursier ? Parce que j'ai discuté avec des personnes qui étaient dans les SIR et qui expliquaient que, non justement, l'impact allait être plus diffus parce qu'ils avaient des emprunts très long terme, généralement la plupart se sont mis des emprunts fixes, et si c'est variable ils se sont protégés avec des Swap et des options. Pourrait-on s'attendre à ce que cet impact soit moins direct ?

Non il y aura un impact direct. Mais ce qu'il y a, c'est qu'il sera plus limité. Mais il y aura un impact ! C'est à dire que la bourse va diminuer.

Mais nous observons une grande différence entre d'une part, le comportement des acteurs boursiers et des gestionnaires de portefeuille, et d'autre part, la valorisation réelle des entreprises. Nous ne pensons pas que si les taux augmentent, il faut avoir un impact aussi grand de la part de ceux qui gèrent les portefeuilles. Ils sont nerveux et ont une tendance à vite vendre, à paniquer un petit peu. Alors que, comme vous venez de le dire, l'impact sera diminué dans le temps puisqu'il y a des contrats et ce n'est que lorsque le crédit ou bien l'obligation immobilière émise par cette entreprise immobilière arrive à échéance que là on pourra véritablement voir l'impact, du nouveau taux et de la nouvelle maturité de ce crédit, sur les cashflows.

Dire que les entreprises se financent à long terme , ça c'est la théorie. Tout le monde voudra bien pouvoir se financer aujourd'hui à du 1,9% à 50 ans. Mais la réalité est autre, c'est à dire que les banques ont peur, les banques ont peur et donc ne savent pas si dans 5 ans vous serez toujours là, ou quelle sera la situation économique dans 7 ans. Et donc ne va pas vouloir en matière de crédit vous prêter plus que 7 ans, 8 ans. Sauf si vous avez un rating remarquable, exceptionnel. Alors là elle voudra bien. Et si vous mettez par exemple un actif, ou 2 actifs, les meilleurs de votre portefeuille en nantissement, elle voudra bien vous prêter.

Ou bien alors sur le marché obligataire. Alors là, ce sont les investisseurs et non pas la banque qui vont accepter de pouvoir prendre le risque à 10 ans, 12 ans. Mais au-delà de 20 ans, moi je ne connais pas beaucoup d'entreprise qui ont émis.

[Vous avez cité qu'une augmentation des taux liée à une inflation aurait des impacts opposés sur les couts et sur les revenus. Est-il possible, qu'en fin du cycle de crédit des banques, les taux d'intérêt augmentent sans être nécessairement lié à une croissance économique et donc sans être nécessairement lié à une inflation ? Et donc qu'on assisterait juste à une augmentation des couts ?](#)

C'est totalement possible sur le marché du crédit. Attention je ne parle pas du marché obligataire. Il faut différencier les 2.

Sur le marché du crédit, c'est une banque qui est en relation avec une société immobilière et qui dit je veux bien vous prêter le cash de mes clients qui se trouve sur les comptes et vous prêter à 5 ans, 6 ans avec tel taux. Si dans son book de crédit, on est à une période où elle ne souhaite plus prendre de risque, elle ne souhaite plus prêter, parce qu'elle a déjà assez de risque. Elle va, indépendamment de l'inflation, indépendamment de la situation économique, etc, augmenter les taux de telle manière à ce qu'on ne vienne plus lui demander de crédit. Mais c'est temporaire. Une banque peut donc décider de manière polie d'arrêter de faire du crédit à une entreprise immobilière en augmentant elle-même les taux d'intérêt, en se mettant hors marché.

Par contre au niveau obligataire c'est différent.

[Quand vous parlez de fin de cycle , c'est juste un cycle de crédit des banques en fait ? Oui](#)

Et ce cycle de crédit des banques est juste lié à ce qu'ils sentent

A ce qu'ils ont véritablement sur leur book, cad le nombre de crédit qu'ils ont.

Cad les asset ?.. ?management ? (9 :54) cad le ?punt ? total de crédit qu'ils ont octroyés depuis 4, 5 ou 6 ans en spot aujourd'hui, combien ont-ils sur leur book de crédit. Et cela peut être des montants gigantesques et en plus si ils sentent que dans 1 ou 2 ans la machine risque éventuellement de tourner et donc le cycle économique peut éventuellement tourner , qu'il peut commencer à y avoir certaines faillites de la part d'emprunteurs, etc, ils vont vraiment fermer les portes. Mais c'est cyclique, c'est à dire que c'est un cycle dans un cycle économique. Et cela dépend de chaque banque. Il y a des banques qui en début de cycle éco prêtent énormément ! Et puis au fil du cycle, diminuent, ferment les portes. Ca c'est au niveau crédit.

Maintenant au niveau obligataire c'est à dire les entreprises immobilières qui viennent à la banque et qui disent « nous souhaitons émettre un emprunt , pouvons nous utiliser votre réseau d'agence pour pouvoir vendre cette obligation-là et voilà les conditions que nous aimerions ». Evidemment, la banque va discuter et voudra le coupon le plus élevé et la commission la plus élevée pour elle. Et donc là il y aura un trade off, une communication, il y aura véritablement une négociation entre la société immobilière et la banque qui dira « je veux bien vous prêter mon réseau d'agence pour pouvoir vendre votre émission obligataire mais à condition que vous me rémunériez de autant », qu'on puisse gagner sa vie. Et le risque n'est pas pris sur un compte crédit de la banque, c'est entre vous et le particulier. Mais nous avons gardé secret notre carnet d'adresse, les coordonnées, ça ce sont nos clients de la banque mais par contre on pourra vous aider à vendre à certaines conditions et voilà on va en discuter. Là le marché ne se ferme pas toujours. C'est véritablement les acteurs, çad les particuliers, les institutionnels, ceux qui achètent, qui eux vont dire si la porte doit se fermer ou pas. Mais là on est plus loin dans le cycle. On a à un moment donné certaines petites secousses : ou bien des entreprises perdent un rating, çad qu'elles diminuent de rating, ou bien il y a un coup de semonce de la part des agences de rating qui disent « attention, vous aviez un triple B, maintenant on le met en triple B- parce que on trouve que vous avez trop de dette , on trouve que vous n'avez pas prouvé que vous saviez vendre l'actif, donc on ne sait pas exactement comment est valorisé votre portefeuille. Vous dites qu'il vaut autant mais on

voudrait bien avoir quelques exemples de vente d'actifs immobiliers de votre part pour savoir si la réalité de marché est celle que vous décrivez. »

Je vous rappelle ici qu'on a une fourchette des experts et que l'entreprise avec l'expert arrive à une certaine valeur : un bâtiment valorisé par un expert A n'aura pas la même valeur que si il est valorisé par un expert B. Et donc il y a une négociation, une discussion entre l'entreprise qui doit valoriser ce qu'elle a dans son portefeuille et celui qui a fait l'expertise.

Mais maintenant les entreprises de rating, de plus en plus à cette fin de cycle, disent « oui, oui, ça c'est la théorie, vous nous dites que vous avez un portefeuille qui vaut autant de millions, mais on voudrait bien voir si vous savez vendre, on voudrait bien voir si véritablement pour certains actifs ce que vous mettez dans le bilan, qui est une valeur théorique, on va l'avoir réellement dans le marché parce que on va avoir des acteurs qui vont acheter à ce prix-là. Et si vous faites ça sur 4, 5, 6, 7 actifs, puisque vous en avez 2, 3, 400.000 mille appartements on verra bien. Si vous nous montrez que le marché est profond et que là il y a véritablement de la valeur, on va garder le rating. Mais si avec votre taux de crédit, votre taux d'endettement, avec le portefeuille que vous dites valoriser à autant et on ne voit pas véritablement de signe de cette valeur-là, si il y a beaucoup d'incertitude, nous, on va diminuer le rating.

Quand vous parlez de fin de cycle de crédit, c'est vraiment généralisé, c'est un virus qui se répand, il y a toutes les banques qui suivent un mouvement toutes ensemble, ou bien c'est chacune à leur tour

Ca dépend. Il y a certaines banques qui prêtent énormément en début de cycle économique et puis qui ont terminé leur book et qui ont pris leur risque qu'il fallait, et puis qui attendent. Par contre si on arrive au bout du cycle économique et que les banques ont prêté, prêté, prêté, elles vont elles-mêmes, toutes ensemble, demander de diminuer et fermer leur porte.

Et la fin de cycle au niveau des entreprises de rating, c'est le cycle économique, ce n'est pas le cycle de crédit.

Le cycle économique. Mais attention, c'est aussi le cycle de crédit parce que si le pool de dettes est trop grand et bien, automatiquement les entreprises de rating diront, il y a du risque donc je vais réaliser le rating et, peut être arriver à la conclusion qu'il faut le mettre en outlook négatif.

Entre marché crédit et marché obligataire les gens vont d'abord aller vers le marché crédit ?

Pas automatiquement. Rien n'est automatique, rien n'est figé. Ca dépend des conditions de marché. Et aujourd'hui au temps T, comme il y a 5 ans, comme il y a 30 ans, le temps T est défini par une série de variables entre 20, et 40, et 100 qui font que aujourd'hui la situation est telle qu'elle est. Mais cela dépend donc de l'appétit de certaines banques à octroyer du crédit, ça dépend du niveau absolu des taux d'intérêt, de l'inflation, du pouvoir d'achat des particuliers, de leur attente sur la consommation. Cela dépend donc d'un certain nombre de variables. Et donc figer ça, dire dans le cycle « automatiquement » au début les banques prêtent beaucoup puis après elles ferment la porte., ça dépend. Ca dépend !

Mais il y a aussi la fin du cycle précédent. Il ne faut pas croire qu'en début de cycle alors qu'on vient d'avoir un crash boursier, et un crash parfois des banques qui ont prêté dans le dernier cycle au temps T+1 çad au début du nouveau cycle...

On va prendre un exemple concret mars 2009 : on est au plus bas au niveau boursier , on recommence un nouveau cycle , il ne faut pas croire que les banques sont en pleine santé. La majorité sont terriblement fragiles. Il y en a même qui sont au bord de la faillite. Et donc même si il y a un début de cycle de reprise (que ce soit crédit, que ce soit économique, que ce soit boursier) elles sont dans une situation telle, en ce début de cycle, qu'elle ne prêtent pas forcément parce qu'elles viennent d'avoir des claques en pleine figure, avec beaucoup de faillites, beaucoup de crédits qui ne seront jamais remboursés. Là elles ré-analysent leur book de crédit et disent qu'est-ce qu'on fait , est-ce qu'on peut faire quelque chose ou pas. Comment nous réhabiliter, comment pouvons nous retrouver une santé normale, doit-on vendre une certaine partie de la banque, doit-on vendre certains pans de notre activité pour pouvoir refaire des fonds propres et véritablement retrouver l'énergie . Donc il ne faut pas croire que tout est lisse et que les acteurs bancaires sont en dehors et sont spectateurs du

cycle. Ils vivent dedans. Et donc, on pourrait dire le secteur immobilier c'est loin de la banque , mais non, tout ça est lié.

Mais il y a des meilleurs gestionnaires de banques, il y a des meilleurs managements de banque. Par exemple, au Canada, la dernière crise, les banques au Canada ont très bien résisté parce qu'elles n'ont pas voulu prendre beaucoup de risque. Alors que c'était l'euphorie en 2006, 2007, elles se sont dit « Stop, on arrête, nous on ne prête plus ». Déjà en 2005 elles ne voulaient pas prêter , elles se disaient là on arrive à une euphorie , nous on ne veut pas participer à ça. Alors on leur a reproché cela pendant 1 an ou 2, et puis on les a applaudies. Pendant que tout le crash survenait, on a dit que les banques canadiennes étaient remarquables. Par contre à contrario, il y a les banques irlandaises qui ont failli voler, toutes ! Et là l'état a dû aller ponctionner sur les comptes des particuliers pour pouvoir se financer.

Donc je comprends votre difficulté. C'est une réelle difficulté que de pouvoir conclure des choses. Non, il y a trop de variables.

Pour revenir à la question 1 , au niveau des mécanismes , il y a donc d'un côté l'attrait du marché obligataire qui devient plus intéressant et donc tout le marché des actions diminuent. De l'autre côté en interne, c'est une augmentation des couts, et si l'augmentation des taux d'intérêt est liée à une croissance économique, une augmentation des revenus. Dans ce cas-là l'impact interne est plutôt minime, l'impact externe reste inchangé.

L'impact négatif d'une augmentation des taux d'intérêt est-il plus ou moins fort sur les REIT belges que sur les REIT en général ? Observe-t-on une plus grande résistance des REIT belges aux taux d'intérêt ou une plus grande corrélation aux taux d'intérêt ?

Là je ne peux pas donner de façon scientifique la réponse. Je ne la connais pas. Il faudrait faire une régression. Mais ce que je peux donner c'est mon sentiment.

Mon sentiment c'est que, vu la structure de l'actionnariat, au niveau du marché belge l'actionnariat est constitué de beaucoup de fonds de pension, d'assurances qui ne veulent

pas vendre, qui sont des investisseurs long terme, parce que l'immobilier possède certaines caractéristiques qui les intéressent, quels que soient les cycles : à savoir les revenus stables, donc les dividendes, la qualité du management, notre rôle central géographique en Europe, au niveau du « bureau » il y a certainement la Commission européenne, l'Otan, certains grands acteurs ici à Bruxelles alors que notre marché est assez petit.

A cause de ça , quelle que soit la tendance des taux, dans une mesure respectable évidemment (une faible mesure) si les taux augmentent ou diminuent d'un demi pourcent ça ne va pas changer.

Il est certain que si les taux augmentent de 5 % après-demain tout va s'écrouler. Elles auront besoin de cash , elles vont vendre à un certain d'actifs ou de participations, entre autres dans des immobilières parce que elles ont plein de cash et donc elles vont s'attendre à ce que le marché soit très volatil et chute terriblement.

Mais dans un premier temps on a observé que le marché belge est assez résilient. Il augmente moins peut être dans les reprises économiques, mais il descend beaucoup moins car il est plus protecteur.

Vous avez parlé de l'Europe. L'idée est que l'Europe est stable, elle ne va disparaître en un claquement de doigt ? Le marché Belge est donc un marché plus stable ?

Oui, le marché belge est un marché stable.

C'est aussi un marché où il n'y a pas eu d'euphorie de la part des communes de laisser augmenter de manière irrationnelle le nombre de permis. Les communes, les régions, notre structuration de pays fait en sorte que quand on demande un permis de bâtir ce n'est pas donné facilement. Ça doit faire sens dans la commune, dans la région dans laquelle on veut s'implanter. En Belgique il y a certains projets qui prennent plus de 10 ans, entre le souhait, l'idée de construire quelque chose et sa réalisation. Parce que il faut aller voir les communes, qui vont mettre toute une série de bâtons dans les roues, qui trouveront que ça n'a pas de sens qui vont faire des analyses, cela va prendre beaucoup de temps. Après il y aura une enquête au niveau comodo-incomodo pour les riverains de ce projet là, pour les informer et leur demander ce qu'ils en pensent, et ça prend énormément de temps.

Et parfois c'est un problème parce que c'est une entreprise qui, elle, a besoin ou éventuellement l'opportunité de faire un projet, un grand projet, et ça ne va pas, ça les met en porte-à-faux. Donc le marché a des qualités, c'est qu'il est assez stable, mais il a aussi un gros défaut, c'est qu'il n'est pas assez réactif.

Mais vous dire exactement si en cas de hausse des taux d'intérêt notre marché immobilier listé en bourse va réagir plus négativement que les autres ou pas, je ne le pense pas. Mais ça c'est mon impression.

Au niveau de l'indexation des loyers, remarque-t-on en Belgique une indexation beaucoup plus lente ou plus rapide que dans d'autres pays ? En Belgique je pense que c'est tous les ans mais je ne suis pas sûr que l'indexation reflète vraiment l'augmentation de l'inflation et donc en général des taux d'intérêt

Tous les pays ont des formules différentes. L'Allemagne n'est pas la même chose que la Belgique. En Belgique on reflète l'indice des prix à la construction et un panier de biens. On le reflète annuellement au niveau des loyers. Je sais qu'en Allemagne c'est une autre formule, en France également. Sur internet vous trouverez rapidement les formules.

Certains intègrent le prix du pétrole, d'autres, l'évolution de l'indice des prix de la construction. Chaque pays a sa propre définition.

Je voulais également vous dire que si vous faites une régression, c'est ça la difficulté de notre secteur, c'est que si vous commencez à récolter des données la difficulté va venir qu'un certain nombre d'entreprises existe depuis 15 ans ou 10 ans, elles n'existent pas depuis 100 ans pour pouvoir faire des régressions significatives, dont les résultats seraient significatifs. Et même une entreprise émise il y a 30 ans avait peut-être à l'époque 2 ou 3 bâtiments, aujourd'hui elle en a peut-être 30, 40, 50, 100. La difficulté c'est de pouvoir conclure sur des portefeuilles différents, qui sont parfois géographiquement différents. C'est véritablement une limite qu'il faudra bien inscrire lorsqu'on va faire des régressions, de dire attention mon échantillon d'il y a 20 ans n'est pas le même qu'aujourd'hui, non seulement dans sa

composition d'entreprises immobilières car il y en a qui n'existait pas il y a 20 ans, mais aussi dans la composition d'un portefeuille.

Les entreprises évoluent, les économies évoluent, la bourse évolue, tout évolue . Donc faire une régression en se disant voilà je constate que dans ma régression quand il y a une augmentation des taux automatiquement la valeur diminue en bourse, il faudra mettre des pincettes, il faudra mettre des remarques, en disant attention à la qualité de mon échantillon, à sa composition. Cofinimmo aujourd'hui ou Confinimmo il y a 15 ans , ce n'est pas la même. C'était des bureaux, maintenant on est passé à 50 % en maison de repos. Aedifica n'existait pas il y a 20 ans. Et donc si vous commencez votre échantillon, Aedifica n'est pas dedans. WDP c'était un embryon. Ca c'est une difficulté . Alors on pourrait dire on va le faire sur l'Europe. Mais l'Epra n'existait pas. Il n'y avait de « maison » qui créait des indices, les indices sont très très jeunes. Et puis même si ils sont âgés , il y a eu des catastrophes en 2009, le FTSE Epra Espagne a totalement disparu de la carte. Votre échantillon a été modifié. D'où la difficulté de conclure.

Dans l'hypothèse où je ferais une régression et que je voudrais avoir un index des marchés des REIT. Pour prendre en compte la création d'Aedifica, il faudra donc ajuster les poids dans l'équation. Oui

Au niveau de l'impact d'une augmentation des taux d'intérêt, observez-vous un plus grand impact au niveau du marché boursier dans son ensemble que dans le marché des REIT ? Y a – t-il une différence et pourrait-elle s'expliquer par la nature des actifs , la nature de l'activité des REIT ?

Ca dépend de la période. Parfois l'impact est plus important sur le marché boursier global et parfois pour des raisons X,Y c'est l'inverse. Parfois il y a des retours à la moyenne qui fait qu'un secteur, qui a été protégé pendant X mois, à un moment donné, s'effondre.

Parce que les investisseurs veulent prendre leur profit et voient bien qu'à ce moment là il y a quelque chose d'anormal, il y a une anomalie. Si un secteur, et en l'occurrence ici c'est l'immobilier, n'a pas autant réagi que le secteur boursier dans sa globalité à la hausse de taux

et bien je vais vendre les actions que j'ai dans le secteur immobilier, pour les réinvestir dans la bourse globale qui elle, a relativement beaucoup plus souffert. Et donc je vais prendre le profit et je vais réinvestir plus bas. Je vais donc diminuer mon risque. Nous faisons ça parfois dans les portefeuilles.

Dans les portefeuilles immobiliers ce que nous faisons c'est : pour un même sous-secteur, prenons par exemple le retail, nous voyons qu'il y a une dizaine, une quinzaine d'acteurs dans l'immobilier de commerce (retail), mais tous ne réagissent pas à une nouvelle de la même manière. Il y a parfois des périodes de 2, 3 mois où il y en a une qui reste très forte en bourse, pendant que les autres sont en train de diminuer. A un moment donné, lorsque on trouve que le spread est anormal, on vend celle qui a été le plus protégée, qui n'a pas souffert, et on réinvestit dans le même secteur, le retail, dans une autre qui a fortement souffert mais dont on pense que c'est la même qualité de management, la même qualité de portefeuille, la même zone géographique, et donc que c'est une anomalie boursière.

En période de faible taux d'intérêt, telle que traversée actuellement en Europe, l'impact d'une augmentation des taux sur le marché global des REIT est-il différent qu'en période normale de taux ? Vous y aviez répondu la dernière fois que comme les taux sont bas une augmentation de 1 point de % comparé à une situation où les taux sont hauts, la variation des REIT sera beaucoup plus faible. ?

Attention, j'ai dit ça par rapport, c'est toujours par rapport à l'IRR des projets immobiliers. Donc ça se peut que en période de taux les IRR soient très élevés. Et même disons que les taux d'intérêt sont à 6%, mais que mon projet me rémunère à du 15%, il n'y a aucun problème : même si les taux augmentent à du 7% j'aurai encore du 8% (le spread entre le 15 et 7) Et donc ça dépend, il faut voir véritablement les 2 : c'est-à-dire l'IRR que je peux avoir et qu'est-ce que cela va me coûter en coût d'endettement, de crédit, de financement, etc., pour pouvoir capter ce taux d'IRR.

De façon générale est-ce que l'IRR n'est pas plutôt stable par rapport à d'autres marchés, justement parce que on est dans de l'immobilier qui est plus long terme, qui est plus stable ?

Je ne sais pas si vous avez vu cela, mais là ce n'est pas exactement l'IRR, je ne réponds pas en terme de IRR , je réponds en terme de rendement immobilier .

Je vous ai dit que il y avait 3,5 % pour le résidentiel, parfois c'est en dessous de 3% pour le moment, et on va jusque 8%, 9% pour la logistique, et tout ce qui est industriel parfois 10%. Et donc bon an mal an, il y a un graphe (dans ce que je vous ai envoyé comme document vendredi) qui dit que, alors que les taux n'ont fait que baisser depuis 40 ans, les rendements immobiliers sont toujours restés dans une fourchette entre 3 et 7%. Il n'y en a pas en-dessous, il n'y en a pas au-dessus, tandis que les taux sont passés de 10% à moins 1%.

Alors en terme d'IRR je ne suis pas assez compétent que pour vous donner une conclusion générale sur ce marché là. Je ne sais pas.

Pour revenir sur l'article que vous m'aviez donné, vous avez mis dans le mail que il était confidentiel. Donc je ne peux pas l'utiliser dans mon mémoire , je ne pourrais pas m'appuyer dessus en tant que source.

Alors si c'est par exemple des articles, c'est-à-dire la 1^{ère} partie de la présentation, où on montre les sources comme Epra, Bloomberg, et d'autres, si ce sont donc des informations publiées dans le monde public il n'y pas de problème , il n'y a pas de secret d'entreprise, il n'y a aucun problème , vous pouvez en faire référence. Nous on l'utilise aussi comme une source publique d'informations.

Par contre si c'est pour montrer dans un mémoire qui peut être lu par n'importe qui, nos méthodologies de gestion , comment on gère certains fonds, qu'est-ce que on met dedans, la composition, etc, là c'est plus touchy , parce que là ça pourrait nous affaiblir si des concurrents commencent à analyser en détail c'est que l'on fait et essayer de dupliquer cela.

Donc tout ce qui est théorie, théorie économique sur le secteur, il n'y a pas de problème.

Quel est l'impact d'une chute du marché boursier sur le marché des REIT ? En d'autres termes quelle est la sensibilité du marché des REIT au marché boursier ?

Pouvez-vous expliquer le mécanisme sous-jacent qui explique que lorsque le marché boursier chute, le marché des REIT suit la même tendance ?

Oui je pourrais le dire de 2 manières.

La 1^{ère}, je ne vois pas pourquoi l'immobilier serait un secteur plus protégé qu'un autre (que l'automobile, que le IT, que Procter&Gamble).

La 2^{ème} c'est que tout ça est une question de taux et d'IRR. Je pense l'avoir dit maintenant une 10^{ème} fois. Et c'est fondamental ; il y a même des spécialistes des professionnels de l'immobilier qui ne se rendent pas compte qu'à un moment donné l'actif X qu'ils ont dans leur portefeuille ne rapporte plus rien parce que l'IRR a tendance avec le temps à diminuer . Et donc notre conclusion est qu'après un certain temps, après un certain nombre d'années, 3, 4 ans , 5 ans, il est temps de dégager un actif, il est temps de le vendre parce que il est à sa maturité financière. Et donc il faut savoir prendre son profit. Mais certains acteurs veulent garder jusqu'à l'échéance et même au-delà, et alors ils sont confrontés à un certain nombre de problèmes.

Alors on peut garder un actif parce que il est dans un centre urbain terriblement bien placé et que même si sa valeur diminue on pourra le rénover. Comme par exemple, la rue de la Loi possède des terrains bien situés et même si ça souffre pendant un certain nombre d'années (parce que il n'y a plus de demande, parce que tout a été rempli au niveau de la commission européenne, etc) on sait bien que c'est assez cyclique et que la valeur du terrain à la rue de la Loi est quand même important, et le quartier Léopold aussi. Mais si c'est en périphérie, plus c'est en périphérie, plus un ??... ??? rapidement, après sa rénovation, après avoir été réhabilité. Mais je m'éloigne de la question.

La question était , lorsqu'il y a une chute du marché boursier , à quoi peut-on s'attendre pour le marché des REIT ?

Dans sa globalité ce sera une chute mais ça dépend de la LTV, loan to value, c'est-à-dire son taux d'endettement. Il y a certaines REIT qui ont un taux d'endettement élevé. Et donc l'effet de levier joue dans les 2 sens.

Un effet de levier vous permet quand toute la situation économique et les valorisations montent de gagner très bien votre vie.

Si maintenant vous avez un taux d'endettement élevé, et que la valorisation de votre portefeuille diminue parce qu'il y a un effet de crise économique, votre dette , elle, reste au même niveau. Et donc vous commencez à perdre. Et à un moment donné (j'aurais dû commencer par là) la valeur de votre portefeuille va être moins élevée que les dettes. Là vous êtes mort.

En Belgique on est à 45%, 50%. Personnellement, je trouve ça élevé.

Aux UK (et vous avez un graphe qui le montre très bien dans la présentation) le taux d'endettement est à 28%, 25% par rapport à la valeur du portefeuille, et donc si la valeur du portefeuille diminue, oui, la valeur en bourse va diminuer, mais ils vont survivre. Ils vont passer la crise.

Et à la fin du cycle, (quand on est vraiment en 2009, vraiment la fin, le cycle boursier vient de se casser la figure, les valorisations diminuent, la valeur des portefeuilles diminuent terriblement), pour pouvoir relancer la machine, ils peuvent réémettre un certain nombre de dettes, vous faites alors ou bien des dettes, ou bien des accelerated boom building. Vous émettez des nouvelles actions très décotées, comme a fait à Londres une société dont j'oublie le nom, qui avait émis des actions à 1/3 de la valeur en bourse. Alors ils étaient diminués complètement (c'était même 1/10^{ème} je pense) Donc on est à un crash boursier et à la fin quand la valeur est très basse, ils font une augmentation de capital dont le prix est 1/10^{ème} du prix. Tout le monde saute dessus. A 1/10^{ème} du prix moi je veux bien y aller à fond. Ça a permis de recapitaliser l'entreprise et de réamorcer la pompe pour pouvoir repartir dans le nouveau cycle.

Les REIT vont diminuer globalement mais je pense qu'il y a certains marchés qui vont être beaucoup plus protégés. Ça a été le cas pour la Belgique. C'est le type d'actionnaires, la structure de l'actionnariat qui a fait que le marché belge, alors qu'il était assez endetté à 45%, n'a pas trop souffert parce que l'actionnariat est composé d'investisseurs long terme et que personne n'a voulu vendre et donc il n'y a pas eu une pression à la vente, pas de pression sur les prix.

L'inverse est également possible. Par exemple chez les anglosaxons, les actionnaires (hedge funds, particuliers, ...) vendent très vite et ils achètent après la crise très rapidement aussi. Il y a beaucoup de volatilité. Et donc là aussi ils ont parfois eu un impact très négatif sur certaines entreprises alors qu'elles étaient de bonne qualité.

Donc ça dépend 1) de la structure de l'actionnariat, 2) du taux d'endettement, et 3) de la qualité du portefeuille.

Je vous rappelle, à titre d'exemple, que le marché espagnol a disparu. Le taux d'endettement était élevé, les portefeuilles étaient mal valorisés, la qualité était piètre, de très mauvaise qualité. Tous les éléments étaient là pour que ce soit le crash. Mais globalement c'est un secteur qui ne va pas être épargné par rapport à equity global.

D'après ce que j'ai lu dans les travaux académiques, les REIT réagissent avec la bourse mais sont quand même moins impactées. Y a-t-il une raison ?

Ce n'est pas vrai. Regardez en 2007, 2008, 2009 ; qui a souffert le plus, peut-être parce que c'était celui qui avait grandi le plus, c'est l'immobilier real estate

Ce n'était pas un cas isolé de bulle ?

Oui, la valorisation était élevée, exubérante en 2007. Et c'est souvent par l'immobilier que vient les crises. Mais donc ça dépend des périodes . Je pense qu'on ne peut pas dire.

C'est souvent de l'immobilier que viennent les crises. A part 2007 il y a eu d'autres crises provenant de l'immobilier ?

Oui. Il y a plusieurs crises, qui sont venues de l'immobilier que ce soit dans notre pays ou aux USA, en Australie, en l'Angleterre. L'immobilier réel, tout ce qui est maison, bâtiment, c'est le secteur le plus important. C'est l'activité économique la plus importante. Par contre la part du listé là dedans est très faible, très petite. On est à 1,5% sur la bourse globale.

Mais le listé suit un peu la même tendance que le réel ?

Oui et non, parce que le listé est plus réactif.

Il est mieux géré, il est géré par des professionnels qui essaient de tirer toute la valeur de leur portefeuille, que ce soit en changeant les locataires, soit en améliorant la qualité de leur actif, que ce soit en diminuant le coût de la dette, ou bien en augmentant la durée de la dette. Toutes les semaines ils sont à 4, 5, 6 personnes à se dire : « comment allons-nous augmenter la valeur de notre portefeuille ».

Ce que ne fait pas le particulier, parce que toutes les maisons sur la terre en général sont des biens de consommation. Il y a aussi les biens d'investissements, c'est-à-dire les secondes résidences, à contrario de la 1^{ère} maison qui est un bien de consommation. C'est-à-dire que même si votre maison demain sera valorisée comme elle ne l'a jamais été, vous n'allez pas prendre votre profit parce que vous devez toujours vivre avec votre famille et qu'il y a d'autres considérations pour pouvoir analyser cela. C'est un bien de consommation.

C'est pour ça que, et ça c'est un point important pour moi, dire à un particulier, nous n'allons pas investir une partie de votre portefeuille financier dans des REIT immobilières parce que vous avez une maison pour moi n'est pas un bon raisonnement parce que on compare un bien de consommation avec un bien d'investissement. Pourquoi ne pourrions nous pas mettre dans un portefeuille financier, à un certain moment, en fonction des cycles économiques, en fonction de toutes les variables dont je viens de parler, pourquoi n'est-il pas intéressant d'avoir

de l'immobilier listé, je ne vois pas pourquoi. Celui qui a investi en mars 2009, 100 dans une maison (ça dépend dans quel quartier, dans quel pays, etc.) disons une valeur moyenne européenne, ou bien 100 dans un REIT à cette date là, il fait le point aujourd'hui, il n'y pas photo, c'est le REIT qui l'a emporté. Ce n'est pas le direct.

Certaines personnes vont donner comme argument pour l'investissement dans l'immobilier réel que les REIT ont parfois en raison de leur taille, des couts de gestion plus élevés que la gestion d'un particulier. Ca vous paraît complètement absurde ?

Oui

Parce qu'il y a le professionnalisme qui est inatteignable par un particulier seul. Parce qu'il y a la diversification .

Parce qu'il y a les économies d'échelles

Parce que la qualité de ce qu'ils achètent de par leur expertise est bien meilleure

Oui. Mais ça c'est pour les meilleures sociétés, on est d'accord. Et là on a besoin d'une expertise, c'est-à-dire des gestionnaires qui font les fonds avec les meilleures sociétés. Donc ce n'est pas simplement de dire, on compare l'immobilier physique et l'immobilier en bourse. Non. Et souvent nous arrivons à cette conclusion aujourd'hui dans nos fonds de dire : si nous pensons que le marché immobilier listé dans sa globalité, dans les 150 sociétés prises au niveau européen, on trouve qu'elles sont chères, ce que nous avons pris, nous, dans notre portefeuille, dans nos fonds, c'est-à-dire 45 valeurs, on trouve qu'elles sont tout à fait différentes du secteur dans sa globalité. C'est-à-dire que là il y a encore de la création de valeur, là ce sont encore des sociétés en croissance. Et donc là, ça ne représente pas le secteur dans sa globalité.

Je m'écarte mais c'est parce que je trouve cette question intéressante. Dans les cas où vous pensez que tout le marché est surévalué, est-ce que au niveau supérieur (dans la hiérarchie)

il y a quelqu'un qui va dire : « on va retirer de l'argent du secteur immobilier pour le réinvestir dans un autre secteur qui paraît plus intéressant » ? Tout à fait.

Donc au fur et à mesure de l'année, le capital que vous devez gérer varie ?

Exactement. Alors attention, nous avons constitué un fonds qui est ouvert à tous les institutionnels, à tous les particuliers de Belgique et même d'autres pays. Mais là dedans il y a 2 choses à distinguer fortement. On ne peut pas comparer le comité d'allocation d'une banque qui gère un fonds global patrimonial, et chaque mois indique dans quoi ils vont investir : plutôt dans les equity ? Plutôt dans les obligations ? Dans les pays émergents ? Dans l'immobilier, dans le secteur IT ? Etc.

Et à côté, l'investisseur qui investit dans le même fonds qui est par exemple une compagnie d'assurance qui elle, doit rémunérer des contrats à 1,5% et qui entend que l'immobilier dans les 2 ans à venir devrait rapporter du 10% si tout va bien. Elle ne va pas changer son allocation tous les mois parce que elle doit rémunérer des contrats. Et donc ce sont des clients qui ont des objectifs différents.

Vous considérez selon votre expérience que il n'y a pas une règle générale pour les REIT , parfois ça réagit plus que le marché. Si le marché chute imaginons de 10 points de %, la variation des REIT ne va pas systématiquement être plus élevée ou plus faible. Ca varie.

Ca varie en fonction de où on se trouve dans le cycle économique et boursier, où en sont les valorisations, comment les experts ont valorisé les portefeuilles, etc, au niveau des taux, la volatilité, les crises politiques (elles ont un impact énorme) . On ne peut pas dire.

Mon instinct m'avait poussé à penser qu'en période de croissance du marché boursier dans son ensemble , des gens qui ont de l'immobilier auraient plus tendance à vendre un bien immobilier qui ne rapporte plus beaucoup pour aller dans le marché des actions. Et inversement lorsque le marché des actions s'écroule, aller se réfugier dans le marché immobilier parce que l'on peut facilement se représenter la valeur d'un bâtiment.

Ca c'est la théorie. Et il y a un certain nombre de personnes qui font ça et qui le font très bien, qui ont le sens du marché et qui passe de l'un à l'autre. A ça il y a 2, 3 bémols. Premièrement, il faut comme je vous l'ai expliqué 6 mois pour pouvoir vendre un bien. Ce n'est pas toujours évident. En 6 mois beaucoup de choses peuvent se passer.

La 2me chose c'est que ça dépend de la valorisation d'un portefeuille. Ça dépend, si vous avez envie de vendre des biens, ok, mais il faudra aussi pouvoir revenir, c'est-à-dire que si la bourse s'est écrasée et que vous avez vendu haut votre bien réel, vous repartez avec la bourse mais où en est le bien réel ? Est-ce qu'il va rester stable ou pas, dans 5 ans quand vous allez vouloir reprendre votre profit sur la bourse où en sera le bien réel ? C'est pour ça que je pense que c'est fondamental d'être bien diversifié parce qu'il n'y a pas de loi. Sinon tout le monde suivrait cette loi et donc ça disparaîtrait.

L'impact est-il différent par rapport aux REIT ? Vous m'avez expliqué que par rapport aux pays voisins on remarque que la structure de l'actionnariat est plus stable, que l'endettement est bizarrement plus élevé que les anglais (je ne sais pas si c'est le cas pour les françaises ou allemandes, ...) ?

Les REIT allemandes se trouvent dans le résidentiel il y a donc plus de dette. Pourquoi ? Parce qu'elles ont envie d'avoir un effet de levier. Vu la valorisation qui est très basse en Allemagne, les gens acceptent de prendre plus de risque, c'est-à-dire (dans les sociétés immobilières je parle) acceptent d'avoir des taux d'endettement plus élevés pour pouvoir justement essayer d'avoir un effet de levier plus important sur un portefeuille qui rémunère à du 3%. Le résidentiel rapporte peu (3%), autant avoir un effet de levier plus important.

N'est-ce pas aussi parce qu'ils sont plus dans le résidentiel et que le résidentiel est plus stable que les autres actifs ?

Oui, tout à fait, exactement

[Vous aviez également évoqué que les REIT Belges ont un portefeuille immobilier de qualité et sont restés plus réalistes dans leurs achats.](#)

Oui c'est-à-dire que la qualité du bâti est bonne. Mais je crois aussi que le positionnement des REIT ici, faut savoir que le bureau était plutôt en centre ville pendant des années et que tout ce qui était immobilier retail est de bonne qualité (sans plus mais de bonne qualité). Mais c'est surtout le fait que il n'y a jamais eu d'exubérance au niveau du nombre d'actifs immobiliers de commerce ici en Belgique. Certains considèrent que nous sommes en insuffisance, que il y a trop peu de shopping malls, mais tant mieux, surtout que ça reste comme ça. Car si il y en a trop le marché va s'effondrer. Et j'aime autant affronter la problématique de l'e-commerce quand il y a trop peu de magasins.

Bien que ces dernières années le nombre de magasins soient en augmentation. Je pense à Bruxelles, tout près du pont Van Praet, les Docks. Il y a le projet Néo qui va arriver au Heysel avec beaucoup de commerces, du résidentiel, etc. Il y a l'agrandissement de plusieurs shopping malls en Belgique. Je pense que c'est assez, il ne faut pas aller au-delà. Donc ça dépend aussi de la demande.

[Une piste qui pourrait expliquer la plus grande résistance du marché belge des REIT, pendant par exemple la dernière crise boursière, pourrait être que ils étaient moins impliqués dans tout ce qui était centres commerciaux, retail](#)

Oui c'est-à-dire qu'il y en avait peu. On calcule ça via un critère qui est le nombre de mètres carrés de retail, de commerces par habitant. En Belgique, c'est bien moindre qu'en France par exemple, ou en Espagne. Et donc on est assez stable à ce niveau là.

Mais pour moi une raison plus importante, c'est certainement le fait que les sociétés immobilières en Belgique sont plus petites, donc elles sont plus illiquides.

Il faut savoir que l'endettement, entre 2007 (en haut de cycle avant la crise) et 2018, a presque triplé en Europe pour le secteur REIT . On a fait X 3. Le secteur REIT est 3 fois plus endetté parce que il a aussi des portefeuilles 3 fois plus grands aujourd'hui que ce n'était le cas en 2007 avant la crise. Mais je veux dire, on commence à avoir beaucoup de dette. Il faut

qu'on fasse attention. C'est vrai que on a le sous-jacent qui est bien maîtrisé. Il n'y a pas trop de retail, il y a un peu trop de bureaux (le bureau ça ne marche pas bien). Au niveau du résidentiel il n'y en a pas trop en Belgique (Il n'y en a certainement pas trop), car structurellement la population augmente, et en plus il y a des normes de rénovation qui sont de plus en plus contraignantes et cela demande d'avoir des actifs de qualité en nombre, ce que nous n'avons pas. Nous avons beaucoup d'actifs résidentiels mais de piètre qualité avec un stock qui vieillit, qui n'est pas bien isolé, etc, qui est mal conçu, qui n'est plus dans la norme actuelle. Et ça , ça nous protège aussi.

Mais je pense que le critère pour savoir si le résidentiel est trop cher ou pas, le critère fondamental pour moi vu ce que j'ai pu étudier ces dernières années, c'est l'allocation du revenu disponible des particuliers pour le crédit hypothécaire qu'ils vont faire. On a un revenu. En général les banques disent on ne peut pas allouer plus d'1/3 pour pouvoir financer une acquisition ou bien une location. Mais ce tiers là que l'on va mettre a tendance à bouger, c'est-à-dire que les loyers commencent à augmenter . Et si les loyers augmentent, moi je ne sais plus me payer car les salaires n'augmentent pas dans la même proportion. Alors pourquoi est-ce que les loyers augmentent ? Parce qu'il y a une pression démographique. Et aussi il y a une nouvelle pression qui vient du fait que il y a de plus en plus de personnes qui divorcent, donc il y a une demande gigantesque pour les appartements à 1 chambre et 2 chambres, pour des revenus qui sont limités, qui ne croient pas, et qui ne vont pas croître, qui ne devraient pas croître car là nous allons nous mettre dans une position faible en terme de compétitivité et de productivité par rapport aux pays voisins. Donc nous arrivons à un niveau de salaire qui est constant mais les loyers qui augmentent. Et donc le tiers de mon salaire commence à poser problème . Et ça , ça peut faire un crash, à un moment donné les gens ne paieront plus. Ils ne vont plus faire l'effort. Les banques ne veulent pas : on alloue 1/3, pas question d'aller au-delà. Ça dépend évidemment du salaire, si on a un salaire important on peut éventuellement aller jusqu'à 50%.

Donc vous dites que si je veux acheter un appartement à 100.000€, les banques ne vont accepter de participer que pour 33.000€ de l'achat.

Non , les banques vont vous prêter en général 80%. Mais de cela débouchera une mensualité répartie sur 10 ans , ou sur 15 ans, ou 25 ans. Ce sont ces mensualités que l'on compare à votre revenu. Elles ne peuvent pas dépasser 1/3 de votre revenu. Or, malheureusement tout augmente. La valeur des appartements augmentent s'il y a une forte demande. La valeur des loyers augmentent parce que il y a une forte demande parce que nous sommes en déphasage et en évolution terrible de notre civilisation, du concept de mariage, du vivre ensemble. Parce que c'est très bien pendant 5, 6, 7, 8ans et après beaucoup de personnes divorcent, un couple sur 2 divorce. Ça va très vite et donc il y a une demande pour des appartements 1 ou 2 chambres. Et donc la valeur augmente mais votre salaire n'augmente pas. Et il y a rien à faire vous ne pouvez pas vous payer ce que vous souhaitez. Et donc c'est un frein naturel, les banques sont là pour vous dire « n'allez pas au-delà, sinon vous ne pourrez plus vivre », entre parenthèse « vous ne saurez plus nous rembourser »

Donc ce n'est pas une règle légale. C'est une règle que les banques se posent à elles-mêmes

Oui et que elles vous conseillent de suivre. Et elles ne le feront pas, elles n'iront pas au-delà. Et certainement pas quand on est en fin de cycle.

Au cours d'une précédente interview, mon interlocuteur m'a expliqué que les REIT anglosaxonnes avaient plus tendance que les REIT belges à jouer sur la plus-value de réalisation d'un bâtiment. Je sais qu'au niveau des REIT belges il y a une règle qui dit que à partir du moment où on a acheté ou construit un bâtiment, on doit le garder pendant 5 ans, pour refléter la vision long terme de l'entreprise , la vision patrimoniale de l'entreprise. Une autre personne m'a dit que c'était la règle mais que pour beaucoup d'entreprises il leur arrivait de vendre avant 5 ans par pression de l'actionnariat. Observe-t-on une différence entre les REIT anglosaxonnes, les REIT belges, et les REIT européennes ? Les REIT anglosaxonnes ont-elles plus tendance à faire de l'achat-vente comme les fonds d'investissement ?

Je ne l'observe pas. Ça se peut, mais moi je ne l'observe pas sans doute parce que ma connaissance du marché anglo-saxon est peut-être plus limitée. Elle est plus limitée, parce que avec le Brexit je me détache un peu de ce marché là, et que si on regarde sur les 3

dernières années, la performance d'un portefeuille Euro est bien supérieure à un portefeuille REIT Europe avec du UK.

Par contre, je fais une petite parenthèse, ce qui me frappe c'est que les REIT anglo-saxonnes ont leur portefeuille qui varie en fonction de l'humeur du moment. En Belgique, on a tendance à lisser les évaluations d'années en années. Les anglo-saxons prennent la perte si ils doivent prendre la perte, ils vont à fond (si la valorisation du notre portefeuille a diminué de 10%, ils vont diminuer la juste valeur de 10%, on y va, on prend directement. Ça augmente demain de 4%, ils l'augmentent de 4%) tandis que en Belgique et sur le continent on va diminuer un peu moins (-5%) et puis on va augmenter un peu moins (+2%), on va lisser le résultat.

Alors quand je lis ça, je ne sais pas, je ne sais pas dire si véritablement ils tournent leurs actifs plus ou pas. Il y a certaines sociétés qui le font sans doute, il y a d'autres sociétés qui ont mis des années pour pouvoir acheter par exemple tous les commerces. Il y a des sociétés comme ça qui sont spécialisées dans le fait d'avoir tous les commerces, tous les restaurants, d'un même quartier. Mais il faut 30 ans pour avoir l'opportunité d'acheter absolument tous les commerces du quartier. Et donc eux ils ne vont jamais vendre, jamais, par définition. Ils ont un portefeuille exceptionnel. Ils peuvent à la limite vendre tout en bloc, à une autre foncière si le General Manager et les actionnaires se mettent d'accord parce que on est arrivé à la fin de l'histoire. Il y en a peut-être d'autres dans le bureau qui sont peut-être plus réactifs, peut-être, éventuellement. Mais je ne peux pas répondre de manière professionnelle à ça. Je ne le vois pas.

Ou je pourrais peut-être le dire autrement : en Belgique on a tendance à être trop lents dans la vente des bâtiments, c'est vrai. On le voit par exemple avec Befimmo qui a un portefeuille qu'ils ne parviennent pas à vendre rapidement. Une des dernières années, Befimmo a vendu une partie de son portefeuille uniquement pour pouvoir couvrir le dividende, pour pouvoir continuer à payer parce que la plus grosse sanction en bourse c'est quand une société dit je ne vais pas pouvoir payer le dividende. Alors là les investisseurs s'en vont, et c'est la catastrophe. Donc on a connu certaines entreprises qui ont vendu des joyaux, leurs meilleurs actifs, pour pouvoir assurer pendant les 2, 3 prochaines années le paiement des dividendes.

Personnellement je trouve ça triste parce que vendre un joyau pour pouvoir rémunérer un dividende, je pense que c'est l'arbre qui cache la forêt, c'est une vision très court terme et en plus on vend un joyau, il est parti, donc on diminue la qualité du portefeuille global. Moi je n'aime pas ça. Ça pourrait encore être le cas une fois avec Befimmo cette année-ci.

C'est un risque lié au management ? C'est le management qui ne veut pas se faire virer par l'actionnariat et donc qui n'assume pas les problèmes de face et qui ... ?

Oui tout à fait ; il y a un certain nombre d'actifs qu'ils devraient véritablement vendre, aujourd'hui. Ils ne veulent pas le faire parce que ils sentent que éventuellement le bureau avec l'inflation pourrait repartir ici à Bruxelles , mais c'est toujours des promesses, « nous pensons que, nous pensons que ». Mais quand on fait ça pendant 10 ans, le marché commence à se lasser et les investisseurs partent. C'est le cas de Befimmo, c'est un exemple concret.

Par contre à contrario, cofinimmo qui était dans la même situation a décidé de réagir il y a plusieurs années et s'est dit ça ne va pas, le bureau à Bruxelles ça ne va pas, et toutes nos attentes ça ne nous reconforte pas parce que ce sont des hypothèses. Et bien on change la voilure, on diminue, on vend ce qu'on peut vendre en bureau et on va dans l'immobilier de seniors.

Donc il faut être beaucoup plus réactif. En Belgique on n'est pas assez réactifs. Le management en Belgique n'est pas assez réactif.

Et il y a un autre groupe dans la classe qui est par exemple des entreprises comme Aedifica, ou WDP, ou Montea qui sont dans un cycle qui dure depuis 10, 15 ans , que ce soit dans la logistique , que ce soit dans le senior housing, où ils n'ont jamais connu de crise. Et donc eux, ils achètent, ils achètent, ils font des augmentations de capital qui permettent d'avoir des capitaux importants pour pouvoir continuer à acheter des actifs , acheter des actifs , et le portefeuille grandit, grandit, grandit. On est passé de 200 millions à 1,2 milliards en l'espace de quelques années. Donc ils n'ont jamais eu besoin de vendre. Mais ce serait bien quand même qu'ils vendent. Moi j'espérerais (et d'ailleurs on le dit souvent quand on rencontre des

entreprises immobilières en Belgique) qu'ils diminuent leur taux d'endettement parce que ça ferait sens, plus on est haut dans un cycle immobilier (et ici ça correspond aussi au cycle économique) plus ça ferait sens comme les anglo-saxons de diminuer l'endettement, de diminuer le risque.

Parce que (comme je vous l'ai expliqué) l'effet de levier joue dans les 2 sens : quand la valorisation augmente, les dettes restant constantes, c'est merveilleux parce que on a une valeur de portefeuille bien supérieure à la valeur du portefeuille d'endettement, c'est là qu'on gagne fortement sa vie. Mais quand la valorisation de portefeuille commence à diminuer, c'est la catastrophe parce que là on ne gagne plus, il ne reste plus que l'équity pour valoriser l'entreprise.

Au niveau des assurances. Vous dites que la stabilité des REIT en Belgique est en partie due à la forte présence des assurances qui ont une vision long terme, donc ils sont là de façon stable. Je peux comprendre qu'aux USA la partie Assurances soit plus faible car ils n'ont pas l'obligation d'avoir recours à une assurance de la part de l'état, mais en France, en Allemagne, cette présence des assureurs est-elle aussi grande ?

Alors il faut que je stipule 2 ou 3 choses au niveau des compagnies d'assurances .

Les Assurances ont un problème qui fait qu'elles investissent très peu dans l'immobilier listé. Il y a certain nombre d'assurances qui ont un portefeuille d'immobilier listé. Mais très limité. En effet à cause des contraintes de Solvency 2 elles ne peuvent pas investir ce qu'elles souhaitent dans l'immobilier listé car elles doivent mettre en fonds propres certaines réserves pour pouvoir justement continuer à vivre en cas de choc. Donc elles n'ont pas envie d'avoir ça.

De plus, elles n'ont pas envie d'avoir une certaine volatilité dans leur portefeuille. Or en Bourse les REIT sont volatils. Ils sont même parfois les actifs les plus volatils qu'il y a sur le marché boursier. Ils sont très volatils mais avec un expected return plus élevé que la moyenne.

Alors, qu'ont fait les compagnies d'assurances ? Elles ont été dans le marché direct, c'est-à-dire qu'elles ont acheté à leur niveau toute une série d'actifs de bureau, de retail , de résidentiel , etc. .

Ceci a engendré un certain nombre de problèmes :

- 1) ce n'est pas leur core business, donc elles ne s'y connaissent pas, elles ne connaissent pas le marché immobilier, elles ont donc dû engager certaines personnes qui connaissaient le marché,
- 2) qui gère ce portefeuille ? Faut mettre sur pied des équipes de gestion des actifs achetés par les compagnies d'assurances en direct,
- 3) Ca forme toute une série de couts et de manque de réactivité si il faut vendre
- 4) elles n'ont pas les mêmes exigences en terme de rémunération de l'immobilier puisque les contrats aujourd'hui sont fixés par la loi (les contrats de branche 21 par exemple) et qu'elles doivent rémunérer ces contrats de l'ordre de 1% (faudrait vérifier exactement le taux , c'est un taux légal. Le minimum de rémunération des contrats d'assurances de type branche 21).

Or, l'expected return sur leurs actifs, que ce soit en directs ou listés, est bien supérieur à ce taux de rémunération. Et donc elles commencent à surpayer pour pouvoir avoir de beaux actifs parce que elles n'ont pas les mêmes exigences. Elles ont une exigence assez faible aujourd'hui . Et donc si on a un actif qui normalement devrait rémunérer à du 6% (un actif de bureau, ici en périphérie de Bruxelles) elles vont surpayer. Moi je le veux. Et même si mon rendement tombe à 5%, c'est parfait : j'ai encore un spread énorme, avec mes couts et tout , j'arrive sans problème à 1,5%, je pourrais même donner en participation bénéficiaire le spread entre 5% et 1,5%, moins mes couts, etc., et je pourrais continuer à attirer certains clients.

Et donc ça pour moi, c'est une déviance parce que la loi qui fixe les contrats d'assurances à 1%, 1,5% a incité les compagnies d'assurances à avoir un comportement qui n'est pas un comportement de professionnels qui acquièrent des actifs immobiliers en direct. Elles surpayent, ce qui n'est pas bien à long terme.

Donc dire (je crois que je n'aurais pas dû exprimer ça de manière aussi forte) , donc dire que dans l'actionnariat il y a beaucoup de compagnies d'assurances ? Dans l'actionnariat des REIT belges il y en a un certain nombre de compagnies d'assurances mais ce nombre est limité à cause de Solvency 2, parce qu'elles sont pénalisées par tout ce qu'elles doivent mettre en fonds propres, dans les réserves.

Par contre les fonds de pension, eux , ils sont très présents. Les fonds de pension ont beaucoup de REIT. Les fonds de pension ne sont pas soumis à Solvency 2. Ils investissent donc beaucoup dans des REIT belges et européennes, elles ont donc de beaux portefeuilles bien diversifiés. Ce sont des investisseurs très long terme (on parle de 15 ans, 20 ans de contrat). Chaque année il y a des apports et c'est du long terme.

Parce qu'il y a eu un énorme choc, une frustration gigantesque, des catastrophes en 2009, à cause de la crise, le régulateur a conseillé, voire imposé aux sociétés (qu'elles soient compagnies d'assurances, fonds de pension, toutes les sociétés qui ont des actifs et passif à gérer) de pouvoir faire des études ALM très fortes , très complexes, très fouillées, pour pouvoir exactement se rendre compte des risques. Ceci est fait avec des stress tests : quid si les taux augmentent de X % ? Quid si il y a une bombe atomique en Corée du Sud ? etc.

Toute une série de tests différents pour pouvoir voir comment va bouger, en théorie, leur portefeuille. Si vous voulez vous renseigner et aller voir certaines études ALM , n'hésitez pas à le faire , ça peut être intéressant.

Et ces fonds de pension vous pourriez me donner une estimation de leur poids général dans le marché belge des REIT ?

Non je ne pourrais pas vous dire , faudrait faire un calcul. Je ne le connais pas par cœur.

A côté des fonds de pension y a-t-il un autre type d'investisseur (peut-être très proche des fonds de pension) qui expliquerait que le marché des REIT belge ...

Il y a des familles aussi. Par exemple il y a une REIT , une petite société (en Belgique j'ai dit que c'était des petites sociétés sauf peut-être 3 ou 4) où il y a une famille derrière.

La famille Depauw elle possède énormément. Ascencio, Mestdag ont énormément. Web aussi, la famille Wagner ont énormément d'actions de leur société. Donc on peut dire les familles.

Et par rapport aux pays voisins ?

En France il y a Eurocommercia properties, Argan, fray, terries

Et aussi un certain % non négligeable ce sont aussi les partners, c'est le management qui a créé cette REIT foncière peut-être pas uniquement en famille mais avec certains partenaires et ils ont mis sur la table X centaines de milliers d'euros ensemble et ils ont créé une société ensemble. Et chaque fois qu'il y a une augmentation de capital ils participent pour ne pas se laisser diluer.

Mais ceci n'est pas une particularité du marché belge, on la retrouve dans les pays voisins ?

Oui. Je ne pense pas que le marché belge soit différent des autres, je pense que il est différent dans sa taille, il est plus petit donc c'est moins facile de vendre et d'acheter. Mais depuis 10 ans depuis que le marché a été fortement évolué, on voit des sociétés comme WDP qui commence à être vue par des investisseurs globaux, parce que sa taille dépasse 1 milliard, son portefeuille 2 milliards et parce qu'il y a peu de sociétés de logistique en Europe. Chaque société a une histoire et un positionnement et de ce fait peut attirer des investisseurs. Ce marché est complexe !

Je vous avais posé cette question sur les investisseurs long terme parce que juste avant vous m'aviez dit qu'une des raisons qui fait que le marché belge est plus stable est la présence d'investisseurs long terme et moins liquides. Je voulais donc savoir si il y avait d'autres investisseurs long terme (à part les fonds de pension)

Pas à ma connaissance

Les particuliers en Belgique ont peut-être plus de long terme ?

Oui, les particuliers ont énormément d'immobiliers REIT belges en valeur individuelle, pas via des fonds.

Qu'entendez-vous par : « en valeur individuelle » ?

Je suis un particulier et j'ai une ligne dans mon portefeuille : Cofinimmo.

Dans ce cas, ces investisseurs sont moins mobiles, ils vont garder cette ligne individuelle ?

Si on agrège tous les particuliers qui ont ça , ça fait une masse qui est terriblement stable.

Mais plus que dans d'autres marchés européens ?

Je ne connais pas la réponse.

Les compagnies d'assurance ont intérêt à investir en direct en raison de la contrainte de Solvency 2. Mais ont-elles quand même tendance à aller vers les REIT pour au moins diversifier le risque de management, pour accéder à une liquidité plus intéressante ? Il y a quand même un pourcentage des fonds des assureurs qui sont investis dans les REIT et vu la taille gigantesque des compagnies d'assurance...

Ça dépend aussi de la taille de l'assureur lui-même. Par ce que il y a des assureurs qui sont assez petits et qui n'ont pas la capacité de créer des équipes professionnelles de l'immobilier pour acheter un portefeuille diversifié en bâtiments directs. Et donc ils se disent étant donné que notre portefeuille est petit, nous allons investir en REIT boursières et sa diversification sera faite via une dizaine de lignes, ou via un fonds. Mais on sait qu'on va être pénalisé par ce que au niveau des fonds propres on va devoir mettre un certain nombre de côté dans les réserves à cause de Solvency 2. Mais on va le faire par ce que on veut être exposé. Mais souvent aussi il y a certaines compagnies d'assurances qui ont décidé de faire différemment,

de respecter la contrainte Solvency 2 et de n'avoir qu'un seul bâtiment c'est leur siège social, mais là on a problème diversification. Donc eux sont propriétaires de leur propre bâtiment et ils mettent ce bâtiment là dans leur portefeuille. Mais ils ne sont pas diversifiés et en général ces bâtiments là ne sont pas bien gérés. Alors si ils font appel à un gestionnaire ça va faire des coûts importants pour un bâtiment. Donc on se rend compte que le marché doit encore se professionnaliser, aussi bien chez les REIT belges qui devraient vendre plus rapidement certains bâtiments et acquérir de nouveaux projets beaucoup plus rapidement, que chez certaines compagnies d'assurance qui ont, à cause de Solvency 2, 1, 2 ou 3 bâtiments en ligne directe, ce qui n'est pas évident parce qu'ils manquent de professionnalisme. Aussi parce que ils surpaient les actifs qu'ils acquièrent. Tout ça ce n'est pas évident.

Etant donné que quand ils se lancent seuls, ils ont tendance à surpayer puisqu'ils se satisfont de 1%. En acceptant Solvency 2 et en investissant à haut rendement dans des REIT, malgré la constitution de réserve, ils resteraient au-dessus des 1% et donc pourraient être mieux lotis puisque leur seul but est de rester au-dessus des 1%.

On compare ici le but de rémunérer un contrat à du 1%, 1,5% avec la contrainte de mettre des capitaux en réserve (on pourra pas y toucher). C'est 2 choses différentes, on ne sait pas comparer des pommes et des poires.

Vous allez d'un côté devoir mettre en réserve mais d'un autre côté vous avez une souplesse d'investissement, vous pouvez changer de REIT, enlever la prise quand le marché est exubérant. D'un autre côté si vous allez uniquement en direct, vous pourrez surpayer mais vous n'avez pas de liquidité, pas la souplesse de pouvoir sortir de votre actif acquis en direct dans le marché

Je me disais, si ces sociétés quand elles se lancent en direct acceptent des rendements faibles, alors le fait de se lancer en indirect via des REIT et d'accepter le côté négatif de la mise en réserve n'est-il pas préférable puisque là il y a moyen d'avoir du 4, 5, 6%, 8% ?

Je pense que la question est intéressante parce que il y a un certain nombre, entre autre AG real estate, qui a fait ce calcul là et j'en discutais avec CEO, Serge Fautré, qui me disait : nous

avons fait le calcul de rentabilité entre d'une part des fonds propres qui ne sont pas rémunérés parce que ils sont mis en réserve, et d'autre part l'immobilier direct qu'on va peut-être surpayer et qui nous manque un peu de souplesse, etc. Et ils arrivaient à la conclusion que la contrainte Solvency était trop importante et donc il ne pouvait pas aller en immobilier listé aujourd'hui.

Par contre ce qui va arriver je pense c'est que l'Epra et un certain nombre d'assureurs font du lobbying au niveau de la Commission Européenne pour pouvoir diminuer cette sanction de Solvency 2. Et qu'il y a déjà une date à laquelle on pense 2019, 2^{ème} semestre de 2019, où les compagnies d'assurances pourraient éventuellement investir en bénéficiant d'une dérogation.

J'ai été mangé avec le CEO de l'Epra qui me parlait en ce sens et c'est d'ailleurs lui qui m'a appris qu'il y avait un lobby qui se faisait au niveau de la commission européenne.

ANNEXE F Interview de madame Sophie Lambrighs, en sa qualité d'ex CEO de Home Invest Belgium, et d'administratrice d'Immobel

(expériences précédentes : Investment Manager Real Estate chez AXA, administratrice de la SIRP Retail Estates)

Introduction :

Je suis ingénieur en construction au départ (diplômée en 94), j'ai travaillé pendant 8 ans dans la construction pure et puis je suis allée chez Axa et j'ai découvert l'investissement immobilier. Et donc j'ai fait 6 de project management et puis 4 ans d'investissement (acquisition, vente, développement du portefeuille...) et puis j'ai été chez Immobel pendant 1 ans et demi et je suis arrivée en 2014 ici comme CEO de Home Invest Belgium. Home Invest c'est une SIR qui existe depuis 1999 spécialisée en résidentielle et non pas en maison de repos : ce sont des appartements assez classiques et aujourd'hui on a un portefeuille d'un peu plus de 450 millions d'euro et ça représente à peu près 2000 appartements.

Quel processus : construction, mise en location (direct ou indirect ?), gestion ?

On a cette particularité de faire notre développement pour nous même, ce n'est pas le cas pour toutes les SIR, c'est-à-dire qu'on achète des projets, on construit nous-même, ou bien on achète des immeubles existants, on fait de la gestion et chaque année on vend 4% de notre portefeuille donc on organise vraiment toute une rotation du portefeuille. Au niveau des locations, on fait une grande partie en direct, je dirais à peu près 2/3 en direct, 1/3 via des agents.

Est-ce que c'est la normalité ?

La plupart des SIR sont dans un cadre de B to B, elles ont des locataires soit dans des bureaux, soit commerce, et c'est quasi exclusivement via des agents. Ceux qui sont actifs dans la logistique, les maisons de repos, comme il y a un nombre d'acteurs plus réduits, je ne serais pas étonnée qu'ils aient des contacts en direct (en tout cas pour les maisons de repos), car c'est souvent les opérateurs qui veulent vendre les murs et viennent chercher des investisseurs. Et donc là ce sont des contrats aussi beaucoup plus long terme donc cette question de mise en location est moins pertinente. Des magasins de périphérie, par exemple, sont souvent en direct aussi car grosso modo il y a une quarantaine de chaînes commerciales

(Brantano, Jbc, Vandenborre, Kreffel..) présentes et ils ont leur portefeuille de clients et si quelque chose se libère, ils vont souvent chez leur clients. Mais donc, ça dépend vraiment du segment dans lequel chacun est actif.

Au niveau des investisseurs, qui sont les principaux investisseurs des SIR ?

Alors en fait, dans beaucoup de SIR, il y a l'un ou l'autre actionnaire de référence qui sont soit familiaux soit institutionnel. Chez Home Invest c'est Axa et une famille Van Overstraeten, ensemble ils ont 45% du capital et puis il y a quelques privés qui ont 2-3% du capital et le reste c'est en bourse. Et là c'est difficile d'avoir une vue entre institutionnel ou privé, nous on sait qu'on a beaucoup de privés. La seule manière de le savoir c'est demander au banquier qui paye les dividendes si eux savent si ça part dans leur retail ou leur clientèle institutionnelle. C'est assez indirect comme mode de détermination. Mais après il y a quelque SIR qui sont détenues fortement par des institutionnels ou par des grosses familles, ou il y en a qui sont comme Aedifica, je pense qu'ils sont à plus de 95% de flottant et ils ont un investisseur de référence maintenant, donc c'est extrêmement variable. En fait ça dépend qui a fondé la société, à quel moment et voilà. C'est très variable mais c'est clair même s'il y a beaucoup d'institutionnels dans les plus grosses SIR, plus il va y avoir d'institutionnels, plus les SIR grandissent, plus il y a des institutionnels étrangers aussi, mais c'est sûr qu'il y a quand même toujours encore beaucoup de particuliers qui sont investisseurs, avec des plus petits tickets mais en nombre ça représente beaucoup de monde.

Est-ce que c'est plutôt propre à la Belgique la grande partie d'investisseurs particuliers ?

Je ne sais pas quel est l'actionnariat des REIT dans les autres pays.

Quelles pourraient être les motivations pour les investisseurs, l'avantage d'investir dans une SIR plutôt que dans l'immobilier brique ?

Je pense qu'il y a une question de seuil. Dans le cas de Home Invest un investisseur peut déjà investir dans une action avec 87 euros. Tout le monde n'a pas forcément le ticket, le capital, ou ne souhaite pas placer toutes ses économies dans un seul bien. Un certain nombre d'investisseurs se rendent compte que leur investissement principal c'est leur maison et leur maison c'est déjà de l'immobilier et donc de mettre tous les investissements dans l'immobilier ce n'est pas forcément la meilleure idée. Du coup ça leur permet d'être beaucoup plus

diversifié, parce qu'ici ça reste de l'immobilier, mais ça va être de l'immobilier résidentiel, commercial, bureau. Il y a donc une question de ticket d'entrée.

Il y a également une question de diversification du risque.

Il y a une question de ne pas devoir s'occuper du bien immobilier. Un privé qui investit dans des appartements, il y a tout une gestion derrière alors que dans le cas d'une SIR il n'y a aucune gestion.

C'est liquide, donc ça permet de distribuer plus facilement en cas de succession plutôt que de devoir se retrouver en indivision etc.

Et en termes de rendement, on atteint quasi les mêmes rendements que l'immobilier en direct. Mais ça dépend de nouveau du segment dans lequel on investit, du temps qu'on y passe. Aujourd'hui on voit que les SIR ont des rendements de l'ordre de 5% brut, sachant qu'il y a un précompte de 30%, donc à peu près 3,5% net et donc ce n'est pas loin de ce qu'on peut obtenir en investissant directement.

Est-ce qu'il y aurait des inconvénients ?

L'inconvénient majeur c'est qu'il y a une logique boursière, même si la volatilité des SIR est moindre que la volatilité globale de la bourse, malgré tout il y a un impact des marchés même quand l'immobilier sous-jacent ne bouge pas. C'est une différence fondamentale, la prise ou la perte de valeur est visible tous les jours. Personne ne fait évaluer un appartement dont il est propriétaire tous les jours. La majorité des investisseurs privé ne font jamais évaluer leur bien immobilier donc il ne se rendent pas compte du gain ou de la perte de valeur jusqu'au jour où ils vont le vendre. Et donc ça je pense que c'est une différence fondamentale, il faut soit accepter que ça bouge soit se dire c'est pas grave, je regarde ça pour le long terme.

Donc ce serait plutôt le caractère anxiogène ?

Oui tout à fait.

En parlant du lien avec la bourse, donc parfois ça va évoluer positivement/négativement alors qu'au final l'activité n'a pas été impactée, il y a quelque chose de cet ordre-là qui est réel ?

Oui tout à fait, il y a Trump qui annonce je ne sais quoi, les bourses baissent, l'action des SIR suit ce mouvement, alors que ça n'a pas d'impact direct sur le marché immobilier bruxellois.

En général, ce suivi est moins fort ou plus fort ?

C'est moins fort que la bourse, car c'est un sous-jacent immobilier, et en général ce sont des actions relativement peu liquides. Il y a donc peu de transactions sur le marché des SIR car c'est considéré comme du fonds de portefeuille, parce que c'est beaucoup de particuliers et donc il y a peu d'arbitrage, il y en a peu qui jouent sur ces titres-là, et du coup ça bouge moins, mais ça bouge quand même.

Il y a un des avantages énoncé dans beaucoup d'articles est qu'elle permet à des investisseurs particuliers d'avoir accès à des segments immobiliers qui sont traditionnellement inaccessibles et donc on observe assez logiquement que les SIRs publiques sont en grande majorité dans des marchés pas accessibles à l'investisseur particulier. Est-ce qu'il y a des raisons derrière cela ?

Il y a celles que tu as dites, et aussi qu'en Belgique, il n'y a pas de marché résidentiel institutionnalisé. Donc en fait, Home Invest, avec un portefeuille qui n'est quand même pas très grand, on est le plus gros institutionnel sur ce marché privé (Je ne parle pas des sociétés de logements sociaux). Et donc après, tout le reste est extrêmement dispersé en termes de propriétés donc la majorité des immeubles c'est des copropriétés, donc c'est inaccessible pour un institutionnel parce qu'une fois qu'un immeuble est en copropriété, il n'y a personne qui s'amuse à reconstituer la pleine propriété. Nous ça ne nous intéresse pas d'être propriétaire d'appartements à gauche et droite, on veut gérer un immeuble dans sa globalité et être maître à bord et non dépendant des assemblées générales (ndlr: de copropriétaires). Du coup c'est un marché qui se prête très peu à la présence d'institutionnels. À l'inverse de la France, Pays-Bas, Allemagne où là ce sont des marchés institutionnels très profonds avec du coup beaucoup de transactions de très gros volumes, de plusieurs immeubles à la fois qui changent de main.

C'est plutôt lié à la réglementation au niveau des copropriétés ?

C'est culturel je pense. La Belgique a toujours favorisé l'accession à la propriété, et n'a jamais organisé son marché locatif. Il y a loi sur les beaux résidentiels qui défend le locataire mais pour le reste il n'y a jamais eu une volonté des pouvoirs publics de dire : quand on construit un nouveau quartier on va mettre autant d'appartements pour la propriété, autant pour du locatif. Il n'y a pas ces réflexions, tous les incentives en termes fiscaux sont toujours orientés vers l'acquisitif jamais vers locatif.

Les autres personnes interviewées considéraient que comme le particulier avait plus facilement accès au marché immobilier résidentiel, il avait tendance parfois à être trop cher et moins intéressant pour une société qui donc cherchait plutôt un marché auquel cet investisseur n'a pas accès. Parmi les SIR présentes encore dans l'immobilier résidentiel, comment Home Invest se distingue ?

On ne s'en distingue pas. On est vraiment dans le segment résidentiel classique justement. On est dans ce même terrain que les investisseurs privés, et c'est justement pour palier à ça qu'on a commencé à développer nos propres projets, pour ne pas devoir payer la marge à un promoteur et créer de la valeur dans le portefeuille, parce qu'on n'est pas prêt à acheter au prix qu'une somme de privés achèterait à un promoteur. Un promoteur va construire un immeuble à appartements, admettons de 50 appartements, il a possibilité de la vendre à monsieur X Y qui vont payer une somme totale qui sera supérieure à ce que, nous, on est prêt à payer pour l'immeuble. Parce que c'est des logiques d'investisseurs privés qui n'ont pas la même logique en termes de rendement, avec tout à fait une autre dynamique. Déjà quand c'est pour soi-même on ne pense même pas au rendement, et même quand c'est pour mettre en location, les attentes en termes de rendement sont beaucoup plus basses. Et du coup, en effet, c'est un marché où il est très difficile d'acquérir et c'est pour ça qu'on a lancé nos propres projets pour ne pas dépendre d'un promoteur et d'être en concurrence par rapport à des privés.

J'ai un ami à mes parents qui a un appartement dans un de vos bâtiments et qui avait l'air de dire aussi que, oui c'était du résidentiel classique mais en même temps pas tellement car il y avait énormément de salles communes

Oui c'est particulier, c'est sans doute ici Av. Marcel Thiry à The Horizon. C'est le seul immeuble qu'on a qui est comme ça. En effet on a développé un nouveau concept "New way of leaving", mais c'est assez récent et c'est effectivement vers ça qu'on va, en essayant d'offrir un service de qualité à nos locataires. C'est ce qui peut nous différencier sur le marché locatif. Mais la majorité reste des immeubles classiques.

Vous palliez en fait aux coûts plus élevés du marché résidentiel classique par l'incorporation de l'activité de production, de développement immobilier en interne?

Oui tout à fait.

A part les risques de taux et du marché boursier (qui feront l'objet des questions suivantes), quels sont les principaux risques pour un investisseur qui investit dans une SIR? Et par quels mécanismes est-ce qu'ils impactent la SIR?

Chaque année on fait un rapport annuel, et on est obligé de commencer par les facteurs de risques. Risque de marché, risque d'inflation, de déflation, de concentration. C'est le risque lié au marché immobilier qui est quand même le sous-jacent. Donc c'est sûr que si un moment, comme la banque nationale annonce fréquemment, l'immobilier résidentiel est sur évalué, un moment ça peut avoir un impact sur la valeur de notre portefeuille.

Si on achète un immeuble pas bon, qui reste vide, que l'on n'arrive pas à louer.

Le risque, qui est non négligeable, d'être obligé par la loi de distribuer 80% de notre résultat sous forme de dividende. Donc il se pourrait qu'à un moment la société n'ait pas les moyens nécessaires pour engager les frais liés à une très grosse rénovation par exemple, parce qu'elle a dû distribuer trop de résultats, quelque part qu'elle n'a pas suffisamment de réserve. Et se dire qu'elle doit faire une augmentation de capital ou un emprunt spécifique pour rénover, ce n'est pas évident chez les banques ou dans le marché. Il y a un risque à ce moment-là, si l'immeuble n'est pas rénové, qu'il soit obsolète et qu'il n'ait plus sa place sur le marché.

On peut se planter quand on fait des travaux. On peut avoir des immeubles qui sont détruits. Il peut y avoir des problèmes sur le marché locatif, comme on a vu dans le marché des bureaux, trop d'offre pas assez de demande et du coup les loyers baissent.

Des problèmes de paiement liés au locataire.

On est soumis à un tas de réglementations, donc si on fait mal notre boulot, on risque de perdre notre statut de SIR et de payer des impôts (ce qui n'est pas du tout dans notre schéma). Tout ce qui est lié à la réglementation, donc par exemple maison de repos : jusqu'à une certaine époque on pouvait avoir 2 personnes par chambre et maintenant c'est plus qu'une personne et il y a forcément un problème de rentabilité ou de taille des chambres. Puis tout ce qui est lié aux taux d'intérêts.

Généralement les taux d'intérêts sont liés à l'inflation. Donc si l'inflation augmente, votre coût de financement augmente et sans doute les coûts de matières premières. Mais le rôle de la déflation là-dedans ?

Nos loyers sont indexés. La déflation, on y a été tout proche un moment, on n'avait pas d'indexation de nos loyers. Malgré tout il y a une augmentation des coûts parce les employés gagnent en ancienneté, ils demandent bien toujours une augmentation donc même s'il n'y a pas beaucoup d'augmentation des salaires, il y a quand même une augmentation des coûts. A ce moment-là, comme on se finance par des crédits à taux variables mais couverts par des instruments de couverture, nos coûts de crédit ne diminuent pas, les coûts de l'équipe au mieux ils sont stables mais les revenus baissent. Donc ça c'est un modèle qui est très mauvais.

Dans l'autre sens en cas d'inflation, étant donné que vos coûts de financement sont couverts... ce qui est plutôt positif

les salaires n'augmentent pas plus ou moins fortement en cas de grosse ou faible inflation ?

Peu, car il y a l'inflation automatique des salaires mais après les augmentations des gens, ça subsiste quand même. Globalement toutes les SIR se portent nettement mieux en période d'inflation un peu plus forte.

Au niveau du risque de taux, quel est l'impact d'une augmentation des taux sur le marché global des REIT ?

Il y a deux impacts :

D'abord en termes de coûts de financements, forcément comme on peut aller jusqu'à 65% de taux d'endettement, les SIR sont majoritairement toutes financées par la dette bancaire, conclue à des taux variables et couverts par des instrument de couverture dans une certaine

proportion. Forcément notre coût de financement est impacté par la hausse ou la baisse des taux d'intérêts (c'est en général le Euribor 3 mois). Après comme on a conclu (grande majorité des SIR) des instruments de couvertures, pour au moins une partie de la dette, et bien cet impact est bloqué, à la hausse ou à la baisse d'ailleurs.

Donc quand un moment les taux ont baissé, on voyait que le coût de financement des SIR n'a pas baissé aussi vite car les instruments de couverture existaient pour une certaine durée, donc on a renégocié certains instruments. C'est toujours des négociations avec les banquiers pour accepter ou non de dénouer des instruments et puis d'en reprendre d'autres pour réinjecter la valeur puisque le principe c'est qu'un moment si le taux descend sous la valeur de l'instrument de couverture, (admettons qu'on se soit couvert à 2% on a conclu un crédit, les taux réels descendent à 1 et du coup notre instrument de couverture a une valeur négative). On devrait donc payer la banque pour le dénouer, pour mettre fin à ce contrat qui a une durée en général de 3-4 ans. C'est typiquement ce qui s'est passé, on s'est retrouvé avec des contrats d'IRS avec des valeurs négatives et donc on a discuté avec les banques. Donc on a dit : okay on va faire comme si on vous payait en reprenant un contrat, non pas à 1 évidemment, mais mettons à 1.5%, ce que personne ne ferait normalement. Et donc on réinjectait cette valeur et ce 1,5 on pouvait le tartiner sur une période plus longue et donc au final ça faisait quand même baisser le cout de notre endettement. C'est vraiment toutes des négociations qui ont eu lieu.

[Est-ce que ces négociations peuvent avoir lieu dans l'autre sens ?](#)

Il y a aucun intérêt parce que donc on va devoir

Non je me demande si dans un combat entre la SIR public et la banque, dans un sens c'est possible de renégocier ce contrat pour avoir un taux inférieur, mais est-ce que la banque peut également demander une renégociation ?

Non la banque ne va pas revenir négocier vis-à-vis de nous, on reste le client. Donc non, la banque assumera à ce moment-là.

Je suppose que tous les emprunts contractés sont rotatifs, c'est-à-dire que tous les ans il y a par exemple 10% de la valeur d'emprunt qui arrive à terme et doit être renouvelé ?

Oui alors ce sont des bullet loan long terme qu'on conclut pour 5 6 7 ou 8 ans et donc en effet statistiquement, si c'était tous des contrats de 5 ans, chaque année 20% des contrats viendraient à échéance. Donc chaque année un des 5 contrats vient à échéance.

Ce qui fait que l'impact des taux d'intérêt est quand même amoindri au niveau du coût de financement ?

Oui, à un moment oui. Plus lissé parce qu'à un moment on reprend un nouveau crédit à un taux plus bas.

Donc voilà, il y a un impact sur le coût de financement, c'est sûr, mais avec un certain effet retard. Après, ceux qui ne se couvrent pas du tout, mais je ne pense pas qu'il y en ait, ils bénéficient plein pot des baisses mais ils encaissent plein pot les hausses.

Il y a un deuxième impact qui est plus indirect, qui est que le rendement qu'un investisseur va attendre sur les actions, va dépendre du taux d'intérêt global qu'il y a dans le marché. Et donc dans le monde actuel où il n'y a pas grand-chose qui rapporte beaucoup, le rendement attendu/exigé sur les actions des SIRs a aussi baissé. Or, comme le dividende lui est resté stable, automatiquement ça implique que le cours des SIR a monté. Puisqu'à dividende égal, ils étaient prêts à payer plus cher pour acquérir ces actions qui leur offraient un certain niveau de rendement. C'est ça vraiment qu'on a vu fin d'année passée, début de cette année, le marché des taux d'intérêt s'est un peu tendu. On a senti qu'ils ont commencé à repartir un peu à la hausse et on a vu que les cours des SIRs ont tous été plus ou moins corrigés. Alors après l'impact va dépendre de la dynamique de chaque SIR mais on voit quand même globalement que les cours ont tous souffert et aujourd'hui on cote à peu près tous aux alentours de 5% de rendement brut. Là on était descendu peut-être à 4 ou 4,5. C'est vraiment les 2 gros facteurs

Il y a un troisième, quand les taux d'intérêt baissent, les rendements sur le marché immobilier baissent aussi. Puisque de la même façon qu'un investisseur qui achète des actions est prêt à se satisfaire d'un rendement moindre, n'importe quel investisseur en immobilier est aussi prêt à se satisfaire d'un rendement moindre et donc va payer son immobilier plus cher puisque que le loyer, à priori, reste identique. Et donc ça veut dire que le 'YELD' de nos investissements baissent.

D'un côté le cout de financement diminue lorsque les taux d'intérêt diminuent, et il augmente quand les taux d'intérêt augmentent. Est-ce que c'est contrebalancé par l'indexation des loyers ?

Les loyers sont tout à fait indexés mais ce qu'on a vu ces dernières années c'est une inflation faible. Mais même en période d'inflation faible +/- constante, on a continué à observer une baisse des taux d'intérêt qui étaient un moment décorrélés de l'inflation. On a eu toute une période avec le quantitative easing, ça continuait de baisser et l'inflation, elle, ne baissait pas heureusement. On a juste évité la déflation mais après, surtout en Belgique, on est reparti à une inflation qui était quand même un peu plus importante mais avec des taux d'intérêts extrêmement bas. Là on a vu cette décorrélation parce que des liquidités ont été injectées sur le marché, le marché a été quelque part perturbé par les banques centrales. A l'inverse, je pense que maintenant on voit que les taux remontent légèrement, en tout cas les taux à long terme, mais que ça ne se traduit pas pour le moment par de l'inflation parce que simplement on récupère un peu une situation normale. Tant qu'on a des taux négatifs à court terme, je considère qu'on n'est pas dans une situation normale.

Donc actuellement, on est dans une situation anormale où, à cause de l'intervention des banques centrales, on a une décorrélation entre les 2 : l'un qui continue à augmenter très faiblement ou reste stable, et l'autre qui diminue. Et donc même si les taux à long terme réaugmentent, l'inflation ne risque pas d'exploser parce que ça serait un retour à la normale ? Ce serait un retour à la normale et puis quand cet écart sera à nouveau, enfin, quand il y aura une corrélation normale, alors à mon avis on va repartir dans des courbes à peu près parallèles.

Donc c'est comme si ça avait fait ça puis ça (geste) et après un moment on retrouve le même système ?

Oui c'est ça, ça remonte ou ça restera, on verra bien où ça va nous mener quoi.

Donc les systèmes de régulations et de marché sont tels que moi je ne pense pas (on peut toujours se tromper) qu'on pourrait assister à une hausse importante des taux d'intérêt sans qu'il y ait une évolution en parallèle de l'inflation. Donc là, je parle d'une hausse vraiment importante où on repart au-delà d'1 %. Avant ça on peut considérer que c'est juste revenir à la normale. Je pense que la banque centrale européenne ne laissera pas ça arriver, parce qu'ils savent qu'alors, si les taux d'intérêts remontent et que l'inflation ne suit pas, en termes de coût de vie, de refinancement de dettes des états, on va juste arriver à la catastrophe. Et de la même manière, ça a toujours été la politique européenne, ils ne laisseront pas filer l'inflation très haut et donc les taux d'intérêt ne remonteront pas non plus très haut je pense.

Donc une prévision par rapport aux taux d'intérêt c'est qu'ils remonteront très doucement ?

Je pense qu'ils vont monter progressivement et qu'ils vont se stabiliser à un niveau plus haut qu'aujourd'hui mais qui restera relativement bas pendant une certaine période encore, tant qu'on n'a pas retrouvé une véritable dynamique économique qui pourrait, elle, être moteur de l'inflation.

Logiquement vu que ces taux d'intérêts sont fort bas et malgré une augmentation peut-être d'1% sur les deux prochaines années, il n'y aura pas énormément d'impact sur le cours de bourse des SIR ?

Non, on a des instruments de couverture et puis ça voudra dire qu'on sera retombé dans une dynamique normale au niveau du secteur bancaire et ça je pense que l'économie générale en bénéficiera si les banques peuvent se débarrasser de ces problématiques de taux négatifs

Donc en temps normal on voit un lien entre taux d'intérêt et les REIT mais actuellement comme les taux sont très bas cette corrélation est quand même moins grande

Je pense qu'aujourd'hui ce qui s'est passé, pendant tout un temps il y a eu une perte totale de la notion de risque et de prix, de coût du risque. Donc peut importe ce qu'on trouvait qui donnait du rendement, les gens étaient prêts à payer et à payer cher, donc avoir des rendements bas. Et c'est tout à coup, là au mois de novembre, décembre, quand Trump a fait

l'une ou l'autre déclarations, que on s'est rendu compte que peut-être ce ne serait pas éternel et qu'il faut quand même faire attention au risque. Et donc je pense que le pricing du risque a tendance à se renormaliser même si il est encore très très mauvais. Le risque est très peu récompensé pour le moment parce que partout les taux sont très bas et que si ça rapporte déjà un peu plus les gens sont déjà contents.

En cas de chute du marché boursier, quel serait l'impact sur le marché global des REIT ? Y a-t-il un mécanisme qui expliquerait que les SIRP et les REIT varient en même temps que le marché boursier dans son ensemble ?

Ca c'est simplement les attentes de rendement des investisseurs. Ce n'est pas plus que ça. Nous on a une bonne prévisibilité en termes de dividendes puisque on doit distribuer 80% des résultats donc d'office si un investisseur se dit « pour une SIRP je veux avoir 5% et plus 4,5% » et bien ça ajuste le cours. Ca c'est sur le cours des sociétés.

Alors, au niveau de notre gestion quotidienne, que le cours de bourse de Home Invest soit à 80, 90 ou 100 ça ne change rien au niveau de notre travail quotidien. On s'occupe de récolter nos loyers, on gère nos locataires, on gère nos problèmes.

Ca a un impact si on a besoin de recourir au marché des capitaux. Donc les SIRP ont un capital, elles ont un taux d'endettement maximum. En cas de croissance, à un moment, une fois que on a atteint le taux maximum, nous devons faire une augmentation de capital. On ne peut pas faire autrement parce que on distribue une grande partie du résultat donc on ne sait pas accumuler des réserves dans la société, donc à un moment toutes les SIRP recourent à des augmentations de capital pour financer leur croissance.

L'augmentation de capital, elle peut soit se faire sur le marché, on fait appel à tous les investisseurs, soit au moment où quelqu'un décide de nous vendre un de ses immeubles, ce que on appelle une opération d'apport (il échange son immeuble contre des titres) . Donc il y a une augmentation de capital mais privée puisque c'est cet investisseur là qui reçoit les actions, après cela dépend, si il y a une période de lock up ou pas.

Il y a des règles à respecter : donc la loi nous interdit de faire des augmentations en dessous de la moyenne des cours des 30 derniers jours, ...Non je me trompe, en dessous de la plus faible des valeurs des cours entre la moyenne des 30 derniers jours ou la valeur intrinsèque. La valeur intrinsèque, c'est la valeur totale du portefeuille moins les dettes divisé par le nombre d'actions. En faisant très simple, c'est ce que on appelle la NAV, net asset value. Il y a

des débats infinis pour savoir est-ce que la prime qu'on a par rapport à la NAV est normale, pas normale.

Tant que la SIRP cote au-dessus (ce que on appelle une prime), bien au-dessus de la NAV, elle peut faire ces augmentations de capital au-dessus de la NAV et sans devoir se soucier du cours en fait. Si à un moment on descend sous la Nav on est obligé de faire des augmentations de capital à un prix supérieur au cours. En pratique ça bloque, puisque on ne peut pas émettre d'actions plus bas que la NAV. Donc si le cours est inférieur à la NAV on ne va pas trouver d'investisseurs qui seront prêts à participer à l'augmentation de capital en dessous de la NAV. En pratique ça ne va pas marcher.

Donc l'impact que ça peut avoir, c'est que en termes de financement de la croissance, et en termes de dilution évidemment. Plus le cours est bas, imaginons que quelqu'un a un immeuble à vendre et on se met d'accord sur une valeur de 10 millions. Suivant le cours de l'action, on va devoir émettre plus ou moins d'actions pour pouvoir payer l'immeuble et donc ce sera plus ou moins dilutif pour les actionnaires existants en termes de dividendes, en terme de résultats par action.

Ca me paraît intéressant parce que j'avais entendu qu'en Angleterre quand le marché s'est écroulé et que certaines entreprises (qui avaient déjà subi une décote de leur valeur en bourse) ont encore émis des actions à un prix encore plus faible pour se refinancer.

Ah, pour se refinancer, parce que elles n'avaient peut-être pas le choix

Mais donc ça ce n'est pas possible en Belgique

En pratique c'est possible mais ça va être compliqué de trouver des investisseurs qui seront prêts à ce moment-là de monter dans la société.

Au niveau des différence entre les marchés belges et les marché étrangers :

Pendant la crise de 2007, il y a énormément de marchés qui se sont totalement écrasés, qui ont perdu 70%, 60%, 50% de leur valeur, on va vu énormément de REIT dont la valeur a dégringolé. Et il semblerait que la Belgique ait été le meilleur écolier dans le sens où sa chute a été beaucoup moins forte que les pays étrangers. Et on remarque aussi que par rapport au marché anglais, quand on est en période de croissance, la croissance des REIT belges sur le marché boursier est plus faible.

On voit comme raisons à cela : que les experts en Belgique sont plus modérés

Plus conservateurs

Ils donnent une tranche au niveau de la valorisation et demandent à l'entreprise ce qu'elle préfère. Et qu'il y a une discussion entre eux. Ce n'est pas mentir, mais c'est plus poli.

Ensuite que comparé aux marchés limitrophes, les entreprises sont plus petites et donc moins liquides.

Aussi, le fait qu'en Belgique on ait des investisseurs long terme, une plus grosse portion d'investisseurs long terme qui fait que c'est plus stable

Moins d'institutionnels.

Et je pense qu'il y a un élément fondamental, c'est la stabilité du marché immobilier belge parce qu'il ne faut pas oublier que le sous-jacent des SIRP c'est de l'immobilier et le marché immobilier belge est souvent qualifié d'ennuyeux au possible, c'est vraiment boring, ça ne monte pas, ça ne descend pas. C'est un marché qui est extrêmement stable en termes de valeur. A la longue ça bouge quand même mais le marché résidentiel belge n'a encore jamais vraiment connu de baisse. C'est un marché qui a connu des hausses mais pas vraiment de baisses. On a très longtemps dit que l'immobilier en Belgique était vraiment très/trop bon marché. Maintenant je pense qu'on est revenu à la normalité, mais il n'empêche qu'on n'a pas connu de période de baisse au niveau des bureaux : il y a beaucoup d'institutions belges, européennes, internationales sur le marché du bureau belge, bruxellois. Du coup c'était aussi un marché assez stable. Là on voit quand même que ça a souffert pendant la crise et on n'a pas réussi à redécoller, donc là c'est un peu un bémol. Mais en tout cas ça ne connaît pas du tout les excès que l'on peut connaître à Londres ou à Paris où on voit des taux qui s'envolent puis qui dégringolent, ou comme ça a été le cas à Amsterdam.

C'est un marché beaucoup plus calme. Et donc ça je pense que c'est vraiment un des sous-jacents. Après il y a tous les autres éléments qui sont tout à fait justes .

Une grande partie des SIRP ont des capitalisations boursières de moins de 500 millions euros, ça veut dire qu'elles passent sous le radar des investisseurs institutionnels européens ou étrangers et donc c'est plutôt des particuliers qui ont ça en portefeuille. C'est des gens qui sont stables, ce n'est pas parce que la bourse chute qu'ils vont sortir parce que de toute façon, où est-ce qu'ils iraient ? Et donc ils vont plutôt laisser, attendre que ça passe. Et donc on ne voit pas non plus de mouvements très brusques sur ce marché.

Et ce marché « boring », est-ce aussi dû à ces experts, ou est-ce dû au statut de capitale de l'Europe ? et donc que ça attire beaucoup de gens car il faut être au centre de l'Europe ?

Au niveau des bureaux c'est lié au fait que il y a une très grande partie d'institutions publiques, que ce soit l'Europe, l'OTAN, les institutions belges et bruxelloise, etc. On a donc une grande partie du marché qui n'est pas aux mains des corporate. Et il n'y a que les corporate qui sont soumis à la crise économique et qui du coup réduisent la voilure ou s'étendent. Les administrations, c'est l'extension perpétuelle, ça ne diminue jamais. L'Europe a passé une crise phénoménale en 2007, 2008, ils n'ont pas libéré 1 mètre carré de bureaux. Ils ont imposé des économies à la Grèce mais ils n'ont pas bougé le nombre de m² de bureaux qu'ils occupent. Sans vouloir être poujadiste. Mais ce que je veux dire c'est qu'ils sont tout à fait découplés de la dynamique économique. A la limite ce serait l'inverse, c'est dans des périodes où la dynamique économique est mauvaise, qu'on a quelque part le plus besoin de l'Etat. Et donc c'est en grande partie liée à ça.

Le deuxième élément de réponse que vous avez offert c'était par rapport à la liquidité : la plus faible présence de grands institutionnels qui ont beaucoup plus tendance à ...

Oui à faire du trading

Donc l'idée serait qu'il y a beaucoup plus de petits investisseurs particuliers sur le marché belge ?

Oui, tout à fait, c'est clair

On m'avait aussi parlé des pension. Y a-t-il quelque chose qui fait qu'en Belgique il y a beaucoup plus de fonds de pension, que dans des pays comme la France, l'Allemagne ou des pays anglo-saxons ? Je sais par exemple qu'aux USA, la pension n'est pas obligatoire donc logiquement les fonds de pension doivent avoir moins de capitaux à investir par rapport à la Belgique où c'est obligatoire et en plus de ça

Non je me trompe , les fonds de pension c'est additionnel par rapport à ce qui est prévu par l'état. Je recommence.

Je pense qu'en Belgique il y a une tendance plus grande à faire de l'épargne via les fonds de pension en plus de la pension obligatoire. Est-ce différent par rapport à la France ?

... c'est une question improvisée, c'est pour ça que elle est si peu claire...

Il y a des fonds de pension en Belgique mais les plus gros viennent par exemple des fonds qu'on appelle des fonds souverains donc qui dépendent des états : la Norvège a un fonds de pension énorme qui investit beaucoup sur le marché, c'est aussi le cas maintenant des asiatiques qui arrivent maintenant avec leurs fonds de pension. Donc je pense que les fonds de pension sont présents dans tous les pays. Et je ne connais pas de différence structurelle parce que il y a les grands, les souverains et puis les plus petits.

Mais alors, est-ce que dans les pays anglo-saxons où la pension de base est moins importante, du coup y a encore plus de fonds de pension privés ? ca c'est possible. Mais par exemple le cas de la Norvège, c'est l'effet inverse parce que c'est vraiment des fonds souverains, et la même chose avec Aboudabi, c'est vraiment des fonds qui dépendent des états qui investissent massivement sur les marchés.

Sur le marché des SIRP on a les sociétés de résidentiel, commercial, de bureaux, et on a aussi des mixtes. La modification de la loi SIR parue en 2017 a étendu les secteurs d'activités aux secteurs écologique et de projet d'infrastructure. Y a-t-il des SIR présentes sur ces deux nouveaux segments ?

Pour l'infrastructure, il n'y a pas encore de sociétés qui se sont lancées dans ce secteur, mais à mon sens ceux qui en sont le plus proche, c'est Cofinimmo qui, il y a longtemps déjà, avait investi dans les prisons. Mais à ma connaissance je n'en ai pas encore vu qui aient utilisé le segment de l'infrastructure.

Parmi les segments (résidentiel, commercial, bureaux, industriels et mixtes) y en a-t-il un qui résisterait mieux aux « événements » taux d'intérêt et marché boursier ?

C'est compliqué.

En fait, ça va dépendre de la corrélation très courte ou pas avec l'activité économique.

L'exemple type c'est la logistique c'est des baux plus courts donc c'est directement impacté. On a vu ça de manière très nette en 2008. La demande sur les marchés n'est plus là, les entreprises ont moins de production, moins de stock, donc libère de la place dans leurs propres entrepôts et stockent aussi leurs produits finis, et donc stockent moins à l'extérieur. C'est comme ça qu'elles réduisent leurs couts. Et puis en cas de production plus importante ,

il faut reconstruire son stock de matières premières et puis pour leurs produits finis pour livrer les clients et donc il y a à nouveau un besoin plus important d'entrepôts.

Les entreprises qui utilisent des entrepôts prennent l'activité minime en interne et tout ce qui est extra elles l'externalisent via des SIRP

Pas nécessairement via des SIRP

Mais en tout cas les SIRP sont les 1ères à souffrir une fois que le niveau de stock demandé diminue

Une fois que l'activité économique diminue, la demande diminue sur le marché. Donc on produit moins et donc on a forcément moins besoin d'entrepôts parce qu'il faut stocker moins de matières premières et moins de produits finis. Si on se dit il faut 3 jours de production de matière première et 5 jours de livraison, si on produit moins parce que on vend moins, avec le même stock on tient plus longtemps, donc on peut diminuer le volume du stock.

Et donc c'est clair que la logistique c'est un des secteurs qui est plus sensible à l'évolution de l'économie globale. Maintenant, dans le cas des SIRP c'est contrebalancé par le fait que spécifiquement les 2 plus grosses SIRP actives sur le marché de la logistique (WDP et Montea), surtout WDP, c'est certainement LA SIRP la plus dynamique sur le marché. Ces gens ont été élus entrepreneurs de l'année. Ils ont des terrains en réserve. Ils ont une relation avec leurs locataires. C'est le modèle de toutes les SIRP en termes de rentabilité et de performance. Et donc même en cas de coup dur dans leur segment, ils sont tellement bons, que je pense qu'ils souffriront moins.

Donc il y a des aspects conjoncturels. La logistique va certainement souffrir en 1^{er} lieu, en 2^{ème} lieu, les retails, les bureaux, les appartements peut-être, et en dernier lieu le secteur des soins de santé (Enfin, ça dépendra combien de temps les états savent subsidier) . Mais grosso modo c'est un peu la chaîne.

Mais après il y a des spécificités. Dans un segment, il va y avoir des spécificités liées à la performance de l'entreprise, lié à la qualité de son management.

Prenons le secteur du retail car il y a plusieurs SIRP qui sont présentes dans ce segment-là. Des gens comme Wereldhave Belgium, QRF, les un présents dans les centres commerciaux, les autres dans les magasins de centres villes, vont davantage souffrir que des gens comme Retail Estate qui sont investis dans les *baan winkels* c'est-à-dire des magasins de périphéries qui

s'adressent à des achats moins chers et donc dont on a plus besoin tout le temps. En plus de ça, ils sont dans une dynamique, c'est une machine de guerre depuis plusieurs années cette société. Et donc après il va y avoir une différence en fonction de la qualité des performances passées et attendues de la société.

Tout comme je pense que, si il devait y avoir des moments difficile dans le segment des soins de santé, des gens comme Care Property Investissement, qui sont quasiment exclusivement dans des baux avec le secteur public et avec des CPAS, souffriront moins qu'un Aedifica qui est lié à tous des opérateurs privés qui eux pourraient avoir un soucis. On va se dire que l'état paiera plus longtemps son bail qu'un privé.

Après, dans le même segment il peut y avoir des différences.

Au niveau de la durée des baux j'ai l'impression que dans le résidentiel classique, c'est court, puis ce qui se rapproche le plus c'est les centres commerciaux qui sont renouvelés tous les 3 ans, puis les bureaux c'est vraiment des contrats négociés entre les parties, là ça peut être 10 ans comme ça peut être 1 an. La logistique je pensais l'inverse, que c'était des contrats très longs

Non, eux ils font des built to suit, ils s'engagent quand même pour 9, 12 ans. (ex :AMAZON)

Mais sinon un bail de logistique classique c'est court.

Built to suit ?

C'est-à-dire qu'ils construisent pour un client. Par exemple, DHL dit je veux un entrepôt à cet endroit là, vous allez me le construire mais en contrepartie je m'engage pour un bail d'une certaine durée. Et puis après, si DHL quitte cet endroit là, l'immeuble sera remis sur le marché, et alors là c'est des baux plutôt courts, des 3-6-9, comme le standard des bureaux qui est aussi du 3-6-9. C'est souvent du 6-9. Et après il y a des contrats plus longs. Avec des institutions type publiques on va vers des 15 ou 18 ans.

Mais en résidentiel ce qui est particulier, c'est que le bail peut être conclu pour une durée théorique de 9 ans mais moyennant un préavis de 3 mois tu peux mettre fin à ton bail. Il y a bien entendu une indemnité à payer la 1ère et la 2^{ème} année, mais sinon n'importe quel locataire peut partir n'importe quand moyennant 3 mois de préavis.

Et dans le secteur du retail, c'est la loi des baux commerciaux. Le bail est conclu pour une durée de 9 ans mais le locataire peut sortir tous les 3 ans. Le propriétaire ne peut pas le mettre

dehors mais le locataire peut partir tous les 3 ans. Donc ce n'est pas un renouvellement du bail tous les 3 ans, c'est pas tout à fait correct. Après le bail est renouvelé au bout de 9 ans. Et maximum 4 fois, donc maximum 36 ans. Mais le locataire a la possibilité tous les 3 ans de sortir de son bail.

Donc un bail est négocié pour 9 ans avec une indexation, mais la personne peut mettre fin au contrat tous les 3 ans

Au bout de 9 ans, le locataire doit demander le renouvellement, le propriétaire ne peut pas s'y opposer mais à ce moment là on peut rediscuter des conditions. Le locataire va faire une proposition de loyer, le propriétaire va en faire une. Si ils se mettent d'accord c'est facile, si ils ne se mettent pas d'accord ça passe chez le juge. Mais le propriétaire ne peut pas parce que il ne trouve pas d'accord, dire je ne renouvelle pas le bail, car en tant que bailleur il est lié pour 36 ans. Avec éventuellement une décision du juge pour le loyer mais on ne peut pas mettre le locataire Retail à la porte.

C'est en fait une législation qui protège les commerçants car c'est leur fonds de commerce. Si le bailleur à un moment exagérât dans le loyer ça mettrait leur activité en faillite. Donc c'est une protection du fonds de commerce.

Tout comme pour les résidentiels, c'est la même logique de dire, le bailleur ne peut pas faire partir le locataire sauf si il va occuper lui-même l'appartement ou s'il a prévu de faire des travaux qui valent plus de 1 an de loyers. Mais le locataire peut quitter quand il veut.

La diversification, fusion, acquisition : sur beaucoup de marchés, avant (depuis 1990) il y avait tendance à favoriser des conglomérats, des groupes très diversifiés et actuellement on se concentre vers des groupes très spécialisés. Est-ce que c'est aussi la tendance qu'on ressent au niveau des SIRP ?

Oui clairement on voit que ce qu'on appelle les pure players sont récompensés par rapport à ceux qui sont actifs dans plusieurs segments.

Récompensé en termes de rendement de l'entreprise ou juste au niveau boursier ?

Non au niveau de la valorisation boursière. Le principe des analystes c'est de dire comme c'est très facile à acheter des SIRP, chaque personne peut faire son propre choix, à quel segment

elle veut être exposé, et donc ça n'a pas beaucoup d'intérêt d'avoir cette diversification au niveau des sociétés.

Il y a des contres exemples : il y a Befimmo qui a toujours été un pure player en bureaux, qui a tenu bon malgré tout et qui n'est pas récompensé par ça parce que le secteur du bureau continue de souffrir. Il y a Cofinimmo qui avait un portefeuille exclusivement bureau et à un moment ils ont décidé de s'élargir vers d'autres segments. Mais eux souffrent parce que leur stratégie n'est pas ultra claire, que vont-ils faire avec ces bureaux ? Ils n'en parlent pas beaucoup mais enfin c'est quand même 40% de leur portefeuille. En termes de stratégie c'est pas ultra clair.

Mais il y a plutôt une tendance à la spécialisation.

Certaines personnes comparaient une SIRP à une grosse entreprise industrielle (production de bâtiments), et certains auteurs en stratégie indiquent qu'une fusion entre 2 entreprises industrielles (SABMiller et AB InBev) très proches, il y a de fortes chances d'avoir des synergies. Peut-on s'attendre à ce qu'une fusion entre 2 REIT apporte de la synergie ? Par exemple, une fusion entre Home Invest et Deutsche Wohnen ou Vonovia ?

Ca va dépendre.

Je pense que les SIRP belges ont atteint une taille suffisante pour atteindre une efficacité opérationnelle. Typiquement je dirais, le moment où on est le plus efficace, on fait pour soi-même, on a tout dans sa tête, on ne doit faire de reporting à personne et on s'occupe de tout, c'est certainement le modèle le plus efficace. Il n'y a aucune perte d'aucune sorte. On est hyper motivé, c'est pour soi-même. Donc si je gère moi même un appartement, 100% du temps que je vais y consacrer va être efficace. Je ne vais pas devoir faire de reporting, je ne vais pas devoir suivre des procédures (si j'ai besoin d'un plombier, ça va être ultra efficace)

Et puis la société grandit, on va avoir besoin d'un peu de reporting, d'un outil informatique (on ne peut plus se contenter d'Excel), donc on commence à avoir des couts, un peu de structure. Et quelque part là, l'efficacité globale diminue. Et puis normalement avec l'effet d'échelle, l'efficacité remonte.

C'est comme ça, on travaille un peu par palier. On passe d'une organisation horizontale à un niveau de reporting. C'est le niveau où on est ici mais j'imagine bien qu'à un moment on va se dire « il faut une 2^{ème} couche » parce que on n'en sort plus de gérer des équipes trop grandes. Donc il y a tout ça qui doit se mettre en place.

Une partie de « l'inefficacité » je vais dire, ou des frais de structure est lié au statut de SIRP qui est belgo-belge. Donc en supposant qu'on fusionne avec Vonovia, à partir du moment où on veut garder la cotation boursière à Bruxelles en tant que SIRP et que eux gardent leur cotation boursière en Allemagne en tant que REIT allemande, du coup on n'aura pas ces avantages parce que le coût lié à la cotation, à la communication, à tout ce qui nous est imposé par la loi SIR, et eux tout ce qui leur est imposé, ça va juste cohabiter.

Et en plus dans le résidentiel les marchés sont différents, donc je ne vois pas directement beaucoup de synergie. On peut en imaginer un peu (au niveau des acquisitions) mais je ne les vois pas très très grandes.

Par contre, on aurait Aedifica qui rachèterait Care Property Invest (j'ai rien contre l'un ou l'autre) . Elles sont dans le même segment, elles ont à peu près les mêmes objets, il n'y aurait toujours qu'un CFO, qu'un CEO. Au niveau de l'équipe de property management il ne ferait sans doute pas beaucoup de synergie. Mais là on pourrait imaginer que dans un même segment et la même réglementation, ça génère des synergies.

C'est très personnel mais je trouve que les chances de générer des synergies elles se trouvent beaucoup dans les livres. Et dans la vraie vie on en voit je pense moins que ce qu'on peut imaginer parce que à un moment l'effet de taille devient contre-productif (c'est ma conviction) parce que on a besoin de tellement de couches de reporting, d'organisation, etc, que finalement je ne sais pas tellement si on arrive à beaucoup mieux. Mais c'est très personnel, je ne suis pas de tout économiste, c'est juste un sentiment.

Donc c'est plus petit, plus vif, plus flexible,

Oui on a d'autres avantages en étant plus petits.

L'affirmation qui dit qu'une SIRP est une société industrielle, dans votre cas c'est vrai parce que vous participez à la production. SABMiller et AB InBev peuvent tout à coup partager les mêmes entrepôts, chaînes de production et donc diviser les coûts. Pour les SIRP c'est quand même nettement moins flagrant.

J'ai l'impression en fait que vos équipes de production sont déjà prises à plein temps , et il n'y a que les fonctions de soutien, comme CEO , comme contrôleur, etc où il va y avoir des doublons et donc là on va pouvoir avoir des économies.

Bien que vous construisiez parfois les immeubles vous êtes plus dans le service

Je crois que le terme industriel n'est pas adapté. Je dirais qu'on est devenu des sociétés opérationnelles dans le sens où on fait nous-même la gestion des immeubles. Quand je dis « on », c'est toutes les SIRP. D'ailleurs la loi de 2014 a poussé à ça, alors qu'avant on était davantage des sociétés plus financières type fonds : on achète, on fait gérer, on récolte des « fee » pour la gestion. Ici tout le monde est devenu très « hands on » dans le côté gestion, prendre soin de ses locataires, réfléchir à l'avenir des immeubles, les améliorer, etc. Dans ce sens là on est devenus tous, par rapport au début quand ça a été créé, des sociétés opérationnelles. Le terme industriel dans ce cas-ci n'a pas de (blanc) , on reste des sociétés immobilières. D'ailleurs la loi dit : ce qu'on peut faire , c'est être propriétaire d'immeubles dont on assure la gestion. La loi est très stricte là-dessus. Ca reste des sociétés d'investissement mais avec un fort caractère opérationnel. Mais on n'a pas réellement de production. Donc c'est beaucoup de services vis à vis de nos locataires.

Donc dans ce cas là, les synergies sont très compliquées et très faibles

Sauf cas particuliers , oui.

Au niveau des fusions, acquisitions, à l'échelle de l'europe j'ai l'impression (de part ce que j'ai entendu précédemment)) qu'il y avait une tendance à la fusion des gros groupes. On voit de plus en plus qu'il y en a qui disparaissent. J'ai pas l'impression que ça plaise à beaucoup d'investisseurs .

Donc si d'un côté ça ne permet pas d'avoir des synergies et que de l'autre côté ça ne plait pas trop aux investisseurs (qui préfèrent avoir un choix plus grand pour faire leur marché tout seul) ça veut dire que ces fusions seraient juste motivées par l'égo ou par la recherche de prestige de la part du CEO ?

Euh, pas du CEO je pense . Je pense qu'il y a une tendance générale de l'économie en général à toujours estimer que Big is beautiful. Et les SIRP vont là dedans aussi, c'est-à-dire que les SIRP sont des modèles qui fonctionnent très bien en phase de croissance , parce que alors on a une croissance de résultats, de dividendes, du cours de l'action. Ca fonctionne très très bien. Si il n'y a pas de croissance du portefeuille c'est des modèles qui sont beaucoup moins attractifs.

Donc intrinsèquement on est guidé vers une croissance du portefeuille, ça c'est sur. Après en termes de motivation pour avoir des fusions j'avoue que je ne sais pas trop.

Suite à la crise on voit qu'il y a eu un mouvement vers les obligations long terme d'état.

Est-ce que ce mouvement se fait aussi vers l'immobilier, comme le sous-jacent est plus facile à se représenter ?

En partie, oui, tout à fait. C'est pour ça qu'on souffre moins des crises boursières parce que effectivement on est vu par beaucoup d'investisseurs comme quelque chose d'intermédiaire entre les actions et les obligations.

Et c'est dû principalement à l'actif sous-jacent et les dividendes réguliers ?

Oui à l'obligation de distribution de résultats sous forme de dividende, 80%.

A partir du moment où les immeubles sont loués, ils sont loués aujourd'hui, il seront encore loués demain parce que, comme on a dit, tout le monde pourrait quitter endéans 3 mois mais enfin les gens ont encore besoin d'habiter quelque part .

Mais globalement il y a quand même une certaine prévisibilité des résultats pour les 2, 3 années à venir.

Donc on peut s'attendre à ce que, comme une action, la SIRP diminue un peu, mais comme il y a l'obligation qui reprend à ce moment-là, la SIRP diminue moins.

Exactement. Oui, tout à fait.

Les baux sont courts dans l'immobilier résidentiel mais les gens changent ils souvent d'habitation ?

Chez nous en moyenne les gens restent aux alentours des 4ans et demi.

C'est très long en fin de compte

Voilà c'est une certaine durée, c'est conforme au marché

Les locataires ont accès à beaucoup de mobilité mais ne l'utilise que très peu ?

Si on compare ça à l'Allemagne on va dire qu'on bouge beaucoup. Là-bas les gens restent beaucoup plus longtemps, aux Pays-bas aussi.

Nous c'est à peu près entre 20 et 25% des locataires qui quittent chaque année.

Actuellement avec la diminution des taux d'intérêt on va vu tout le marché boursier augmenter et aussi le marché des REIT. Est ce que l'augmentation du marché des REIT reflète tout simplement la tendance générale de toutes les actions qui ont augmenté, ou bien

Plus l'augmentation de la valeur immobilière

Donc il y a une tendance encore plus que le reste du marché

Je ne crois pas que c'est plus que le resté du marché mais c'est soutenu par un sous-jacent qui a augmenté de valeur parce que comme les taux d'intérêt baissent, les rendements baissent et donc ça fait augmenter la valeur de l'immobilier

L'impact d'une augmentation des taux d'intérêt ce n'est pas court terme, c'est toujours long terme ?

Oui

Au niveau des prévisions pour les prochaines années, il y a le taux d'intérêt qui va réaugmenter mais très faiblement. Cette augmentation ne va pas avoir un énorme impact parce que il est complètement décorrélé pour le moment, donc l'augmentation va avoir pour but d'avoir à nouveau la situation normale.

Que penser de cette longue période sans crise ?

On voit un peu partout les valeurs qui ont augmenté : les valeurs mobilières, immobilières, plein de pays, les valeurs immobilières en Chine explosent, ..

Il faut dire un moment « the sky is the limit »

Suite à la crise boursière, beaucoup de personnes se sont réfugiées dans l'immobilier.

Est-ce que ça s'est ressenti au niveau des REIT ? ou bien c'était de l'immobilier réel ?

Les 2 mais beaucoup d'immobilier réel, énormément d'immobilier réel.

Ma question était en rapport à la survalorisation des REIT. Je me demandais, est-ce que le marché est surévalué parce qu'une fois que la bourse a dégringolé, tout le monde a été vers les REIT. Mais une autre personne pensait que non pas vraiment, ils avaient été vers l'immobilier réel.

Oui il y en a énormément qui ont été vers l'immobilier réel ce qui a augmenté les prix de l'immobilier réel et qui donc a aussi poussé les valeurs des REIT à la hausse.

[Mais alors c'était plutôt la valeur des REIT résidentielles ?](#)

Pas seulement résidentiel parce que, ce qu'on observe sur le marché résidentiel par des particuliers, on l'a observé des institutionnels, des compagnies d'assurances, des fonds souverains qui doivent placer de l'argent et qui ne trouvent pas d'investissement suffisamment rentable sur le marché mobilier et donc se sont aussi tourné vers l'immobilier. Donc il y a sur le marché un paquet d'argent d'investisseurs qui sont là et qui ne demandent qu'à investir.

ANNEXE G Size of the total commercial real estate market – Developed Market (EPRA, 2018)

Size of the total commercial real estate market - Developed Markets

EPRA	Dec-17 GDP per Capita (\$)	Dec-17 GDP (\$ Bln.)	Dec-17 Commercial Real Estate (\$ Bln.)	Mar-18 Total Listed Real Estate (\$ Bln.)	Mar-18 Number of Companies #	Mar-18 REITs Market Cap (\$ Bln.)	Mar-18 Of which REITs #	Mar-18 Non-REITs Market Cap (\$ Bln.)	Mar-18 Of which Non- REITs #	Mar-18 Stock Market Size (\$ Bln.)	Mar-18 Listed RE/Stock Market %	Mar-18 Listed RE / Total CRE %
Austria	47,290.00	416.85	182.13	12.14	7	-	-	12.14	7	159.65	7.60%	6.66%
Belgium	43,582.17	494.73	217.18	17.16	27	14.52	17	2.64	10	474.74	3.62%	7.90%
Denmark	56,444.10	324.48	142.84	2.11	11	-	-	2.11	11	459.19	0.46%	1.48%
Finland	46,016.74	253.24	111.04	3.07	5	0.06	1	3.01	4	276.39	1.11%	2.77%
France	39,869.08	2,583.56	1,145.57	93.57	52	86.90	31	6.67	21	2,582.57	3.62%	8.17%
Germany	44,549.69	3,684.82	1,612.28	107.28	64	4.34	5	102.94	59	2,439.65	4.40%	6.65%
Ireland	70,638.26	333.99	138.97	3.24	3	3.24	3	-	-	128.16	2.53%	2.33%
Italy	31,984.01	1,937.89	861.96	3.60	10	3.35	5	0.25	5	744.55	0.48%	0.42%
Luxembourg	105,803.13	62.39	27.34	-	-	-	-	-	-	12.47	-	-
Netherlands	48,345.73	625.75	361.50	5.51	8	5.27	4	0.23	4	633.31	0.67%	1.52%
Norway	74,940.62	396.46	178.73	5.72	7	-	-	5.72	7	321.54	1.78%	3.20%
Portugal	21,161.29	218.06	86.29	0.04	1	-	-	0.04	1	80.05	0.05%	0.04%
Spain	28,358.81	1,313.95	572.69	37.17	68	22.71	54	14.45	14	803.44	4.63%	6.49%
Sweden	53,217.63	538.58	237.03	50.90	50	-	-	50.90	50	769.30	6.62%	21.47%
Switzerland	80,590.91	678.58	305.47	48.71	39	-	-	48.71	39	1,612.41	3.02%	15.95%
United Kingdom	39,734.59	2,624.53	1,534.33	100.09	100	79.82	52	20.27	48	3,650.24	2.74%	6.52%
Total Europe		16,687.86	7,715.34	490.30	452	220.22	172	270.08	280	15,147.67	3.24%	6.35%
EPRA	Dec-17 GDP per Capita (\$)	Dec-17 GDP (\$ Bln.)	Dec-17 Commercial Real Estate (\$ Bln.)	Mar-18 Total Listed Real Estate (\$ Bln.)	Mar-18 Number of Companies #	Mar-18 REITs Market Cap (\$ Bln.)	Mar-18 Of which REITs #	Mar-18 Non-REITs Market Cap (\$ Bln.)	Mar-18 Of which Non- REITs #	Mar-18 Stock Market Size (\$ Bln.)	Mar-18 Listed RE/Stock Market %	Mar-18 Listed RE / Total CRE %
Israel	40,258.36	350.61	146.80	26.60	65	1.20	5	25.40	60	166.91	15.94%	18.12%
Total MEA		350.61	146.80	26.60	65	1.20	5	25.40	60	166.91	15.94%	18.12%
Total EMEA		17,038.47	7,862.15	516.90	517	221.42	177	295.48	340	15,314.58	3.38%	6.57%



Square de Meeus 23 ■ B-1000 Brussels, Belgium ■ T +32 2739 1010 ■ F +32 2739 1020 ■ E info@epra.com ■ W www.epra.com

3

Size of the total commercial real estate market - Developed Markets

EPRA	Dec-17 GDP per Capita (\$)	Dec-17 GDP (\$ Bln.)	Dec-17 Commercial Real Estate (\$ Bln.)	Mar-18 Total Listed Real Estate (\$ Bln.)	Mar-18 Number of Companies #	Mar-18 REITs Market Cap (\$ Bln.)	Mar-18 Of which REITs #	Mar-18 Non-REITs Market Cap (\$ Bln.)	Mar-18 Of which Non- REITs #	Mar-18 Stock Market Size (\$ Bln.)	Mar-18 Listed RE/Stock Market %	Mar-18 Listed RE / Total CRE %
Canada	45,077.39	1,652.41	726.10	67.55	78	56.15	47	11.40	31	2,128.51	3.17%	9.30%
United States	59,501.11	19,390.60	8,419.71	1,053.28	266	1,019.22	196	34.06	70	29,353.56	3.59%	12.51%
Total North America		21,043.01	9,145.81	1,120.83	344	1,075.37	243	45.46	101	31,482.06	3.56%	12.26%
EPRA	Dec-17 GDP per Capita (\$)	Dec-17 GDP (\$ Bln.)	Dec-17 Commercial Real Estate (\$ Bln.)	Mar-18 Total Listed Real Estate (\$ Bln.)	Mar-18 Number of Companies #	Mar-18 REITs Market Cap (\$ Bln.)	Mar-18 Of which REITs #	Mar-18 Non-REITs Market Cap (\$ Bln.)	Mar-18 Of which Non- REITs #	Mar-18 Stock Market Size (\$ Bln.)	Mar-18 Listed RE/Stock Market %	Mar-18 Listed RE / Total CRE %
Australia	55,707.28	1,379.55	595.52	105.61	72	100.52	51	5.09	21	1,326.64	7.96%	17.73%
Hong Kong	46,109.12	341.86	291.55	316.88	102	28.80	8	288.08	94	5,840.92	5.62%	108.69%
Japan	38,439.52	4,872.14	2,158.95	252.61	157	112.67	62	139.93	95	6,368.03	3.97%	11.70%
New Zealand	41,593.06	201.49	86.11	6.10	9	4.21	6	1.90	3	85.29	7.16%	7.09%
Singapore	57,713.34	323.90	283.01	106.48	68	57.66	36	48.82	32	564.97	18.85%	37.62%
South Korea	29,891.26	1,538.03	655.29	1.98	8	1.41	6	0.57	2	1,750.08	0.11%	0.30%
Total Asia-Pacific		8,656.76	4,070.44	789.66	416	305.27	169	484.39	247	15,735.93	5.02%	19.40%
Total Developed Markets		46,738.24	21,078.39	2,427.39	1,277	1,602.06	589	825.33	688	62,532.57	3.88%	11.52%
Total Global Markets		72,949.66	28,567.22	3,538.84	2,241	1,699.04	785	1,839.80	1,456	79,639.81	4.44%	12.39%



Square de Meeus 23 ■ B-1000 Brussels, Belgium ■ T +32 2739 1010 ■ F +32 2739 1020 ■ E info@epra.com ■ W www.epra.com

4

Place des Doyens, 1 bte L2.01.01, 1348 Louvain-la-Neuve, Belgique www.uclouvain.be/lsm

