

## LES SUPPORTS DE L'ÉPARGNE IMMOBILIÈRE EN FRANCE

HÉLÈNE PLOIX\*

L'épargne immobilière privée ou institutionnelle en France a été traditionnellement investie dans le secteur du logement soit au titre de l'accession ou de la détention d'un patrimoine locatif et, dans une moindre mesure, dans d'autres produits immobiliers tels que les bureaux, entrepôts, voire les centres commerciaux.

Cette épargne était majoritairement investie de manière directe, faute d'un nombre suffisant de supports d'investissement, cotés ou non, susceptibles de recueillir cette épargne et ce, malgré le développement de nouveaux produits dans les années 60/70 (les Sicomi, les SII et les SCPI) ou la réforme du marché hypothécaire (1966). Par ailleurs, il faut souligner qu'il n'y a pas de prêts hypothécaires dans les bilans des institutionnels français.

Il faut attendre véritablement les années 80 pour que se manifeste de la part des épargnants privés un réel appétit pour la pierre-papier, et de la part des institutionnels le souci de diversifier les supports de leurs placements immobiliers.

Aujourd'hui, comme nous l'avons vu tout au long de ce séminaire, alors que les épargnants s'interrogent, les produits financiers immobiliers devraient globalement évoluer vers plus de maturité.

Néanmoins, dans chacun des pays, ces évolutions prendront des routes différentes. Je vais tenter de vous donner un éclairage sur la situation française en évoquant les différents supports susceptibles d'attirer tant l'épargne des investisseurs institutionnels que des particuliers.

### *L'épargne institutionnelle : les supports d'investissement immobilier*

J'évoquerai deux des supports les plus appropriés, me semble-t-il, à l'investissement immobilier des investisseurs institutionnels : les fonds communs de créances, version française de la titrisation et les Sociétés foncières cotées à la bourse de Paris.

---

\* Directeur général adjoint, Caisse des dépôts et consignations

### 1. La titrisation des créances immobilières

Bien que la technique de titrisation des créances immobilières ait été introduite dans d'autres pays, en particulier au Royaume-Uni et en France, force est de reconnaître qu'elle n'a connu jusqu'à présent de développement significatif qu'aux Etats-Unis et ce en partie parce que la diffusion de cette technique est très marquée par certains traits caractéristiques des marchés et des produits immobiliers américains. L'expérience française est une bonne illustration du lent apprentissage et surtout de la nécessaire adaptation de ces techniques aux réalités nationales.

La loi du 23 décembre 1988 portant création des Fonds communs de créances (FCC) a autorisé l'introduction en France des techniques de titrisation qui permettent aux établissements de crédit de céder leurs créances à des fonds émettant des titres négociables sur un marché ouvert à tous les investisseurs.

A la fin septembre 1993, 78 fonds communs de créances ont été créés pour un volume d'émission de 42,6 milliards de francs. Le dispositif juridique permettant la titrisation des créances a ainsi prouvé sa fiabilité.

Supports	Nombre de FCC	Montant en milliards FF
Prêts entreprises	2	1,1
Crédits consommation	12	14
Prêts interbancaires	60	23,5
Prêts collectivités locales	3	35
Crédits hypothécaires	1	1

Jusqu'à présent, la titrisation s'est révélée un élément de modernisation financière, en permettant aux banques d'élargir leurs sources de financement, de sortir certains actifs de leurs bilans et accroître leurs marges de manœuvre dans l'application des ratios de fonds propres, et de mieux répartir sur divers intervenants les diverses composantes du coût d'intermédiation bancaire.

#### *Le financement du logement : le coût encore trop élevé de la titrisation*

En revanche, elle n'a pas encore permis (une seule opération sur 78) et c'était là son objectif initial, l'adossement des prêts au logement sur des ressources d'épargne à long terme, c'est-à-dire de créer des instruments destinés à collecter une épargne de long terme, à un coût moindre que sur le marché financier, spécifiquement affectés au financement du logement et adaptés aux besoins de certains investisseurs tels que les institutionnels.

Différentes raisons spécifiques à la France expliquent cette situation. Parmi elles on ne doit pas sous-estimer les coûts que génèrent de telles

opérations par rapport aux techniques traditionnelles de refinancement (émissions obligataires par les banques elle-mêmes), en particulier le coût des garanties contre les risques de défaillance des emprunteurs et de remboursement anticipé. En effet, ces risques sont très mal appréciés en France en raison de l'absence totale de séries statistiques historiques. Par ailleurs, l'étroitesse géographique du marché permet une moindre mutualisation des risques.

Jusqu'à présent, la titrisation des prêts au logement reste en France victime de la faiblesse des marges qui compte tenu des coûts (certains sont techniques, d'autres en partie réductibles) ne permet pas de dégager une rémunération suffisamment attractive pour les investisseurs qui exigent une prime liée à l'illiquidité relative de ces titres sur un marché encore étroit.

Néanmoins, des modifications réglementaires récentes devraient permettre d'envisager des formules porteuses de plus de garanties pour les investisseurs et sous les conditions d'une amélioration des techniques de notation de faire apparaître des spreads plus attractifs.

#### *Des développements possibles dans l'immobilier d'entreprise*

Le boom immobilier de 1987/1989, financé à Paris comme ailleurs grâce à un endettement bancaire gigantesque va laisser dans la communauté bancaire un douloureux souvenir qui risque de se traduire, au cours des prochaines années, par une facturation excessive du risque immobilier d'entreprise dont les conséquences seraient dommageables pour l'économie toute entière.

Aussi, au delà des montages qui aujourd'hui cherchent à « gérer » dans le temps le refinancement en fonds propres d'opérations en situation délicate, la titrisation pourrait à l'avenir permettre un financement long de certains projets immobiliers industriels ou commerciaux à des conditions plus avantageuses pour les emprunteurs et attractives pour les investisseurs.

Certes, ceci nécessiterait d'allonger la durée des baux (10 ans/12 ans) afin d'adosser les créances sur un flux garanti de revenus locatifs et n'est envisageable que dans le cas d'entreprises disposant d'un rating reconnu. Ces financements s'ils se confirmaient en nombre suffisant pourraient alors constituer la première étape à la mise en place d'un marché secondaire de ces titres.

#### *2. Le secteur coté : l'émergence de grandes foncières*

Aujourd'hui, la capitalisation totale de l'ensemble du secteur immobilier coté représente près de 100 milliards de francs, soit environ 4% de la capitalisation totale de la Bourse de Paris. Ceci représente un ratio de

capitalisation immobilière nettement supérieur à celui de la Bourse de Londres (inférieur à 2 %) ou encore des Bourses américaines (où le secteur immobilier est négligeable).

#### *Un statut boursier à part*

Les sociétés cotées à la Bourse de Paris sont traditionnellement plutôt de taille moyenne. La plus importante (SEFIMEG) a une capitalisation qui représente moins de 10% de la capitalisation des grosses entreprises cotées.

Elles présentent une visibilité faible en raison d'une multitude de statut fiscal et juridique: les SII, les Sicomi, les foncières classiques et sont marquées par un contrôle institutionnel fort : les trois quarts des sociétés cotées sont détenues ou contrôlées par un investisseur institutionnel ou par un groupe bancaire. Ceci conjugué à l'étroitesse des marchés pose des problèmes de liquidités de ces titres.

Enfin, elles ont tendance à être considérées comme des «valeurs d'actifs» dans la mesure où traditionnellement elles se définissent plus par rapport aux actifs corporels intangibles qu'elles possèdent que par rapport à un savoir-faire de gestion, à l'exception des Sicomi bien sûr dont l'activité est plutôt financière. Ces caractéristiques leur a longtemps conféré un statut à part dans la cote dont aucune ne fait partie de l'indice boursier, le CAC 40.

474

Globalement, leurs performances étaient en phase avec l'évolution de l'ensemble des valeurs mais depuis 1986 on a constaté l'apparition de décotes très significatives.

Plusieurs raisons ont été invoquées parmi lesquelles le fait qu'au cours des dernières années, les intervenants les plus dynamiques à la Bourse de Paris ont été les étrangers qui détiennent aujourd'hui près du tiers de la capitalisation boursière.

Or les investisseurs étrangers ont manifesté un faible intérêt pour le secteur immobilier en raison du fort particularisme fiscal, juridique des statuts des SII et des Sicomi et du manque de visibilité des patrimoines détenus par les sociétés foncières, perçus comme trop diversifiés.

Ceci devrait changer en raison des restructurations actuelles qui devraient favoriser l'homogénéisation de la cote autour de grandes foncières qui bénéficient par ailleurs d'une véritable neutralité fiscale (jeu de l'avoir fiscal).

La voie d'avenir sera une spécialisation par produit. Les exemples existent déjà. Au niveau européen, il s'agit de Rodamco, au niveau français, les sociétés foncières du Crédit Foncier, SEFIMEG, la société foncière des Pimonts... Ces sociétés animeront un compartiment actif du marché français et seront un outil efficace d'investissement pour les institutionnels français et internationaux.

*L'épargne des particuliers : les supports d'investissement immobilier*

Dans les faits, les Sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) sont les principaux instruments destinés aux particuliers de « pierre papier », c'est-à-dire de gestion collective d'une épargne affectée au financement de l'immobilier. Créées en 1970, les SCPI se sont progressivement affirmées au cours de la décennie 80 avec une collecte annuelle aux environs de 10 milliards de francs jusqu'en 1991.

*Les SCPI : le temps de la consolidation*

L'encours total s'élève à près de 90 milliards de francs, correspondant à 277 sociétés détenues par plus de 600 000 porteurs de parts. Ce développement quantitatif important (puisque en 10 ans les SCPI ont acquis une capitalisation équivalente à l'ensemble des produits cotés) s'est accompagné d'une diversification et d'une sophistication croissante des produits offerts au public.

L'encours présente une bonne distribution géographique entre la région parisienne et la province, et un début d'internationalisation européenne intéressant. Enfin la gamme des produits par type d'activité ou par type de sensibilité aux critères d'investissement, tend à s'élargir.

Néanmoins, les temps sont difficiles pour les SCPI : la collecte a chuté de moitié en 1992 à 6,3 milliards de francs (1,5 milliard au premier semestre 1993) et le nombre de parts en attente de cession a augmenté pour atteindre environ 1,5 milliard de francs en juin.

475

Si la baisse des taux et le retour vers des placements long terme devraient leur être favorable, il faut sûrement réfléchir à des mesures de consolidation (instauration d'une période de blocage, obligation de liquidité) pour ces instruments dont le développement a été très rapide et dont la croissance sera vraisemblablement moindre au cours des prochaines années.

Par ailleurs, si l'émergence de grandes sociétés foncières telle que je l'ai évoquée tout à l'heure, se confirme à la Bourse de Paris, les particuliers en bénéficieront bien évidemment. En effet, ils trouveront là une alternative à leurs placements immobiliers qui sera tout à la fois porteuse de rendement, liquide et sûre.