

FAUT-IL DIVERSIFIER ?

BERTRAND DE FEYDEAU *

Dans une période de récession économique et de réduction de l'activité immobilière, poser la question de la diversification peut passer pour une provocation. La diversification est cependant une des conditions essentielles d'une gestion de portefeuille solide et comme telle, demande à être clairement définie en termes de politique d'investissement, afin d'éviter de piètres résultats, un risque inutile ou une perte de concentration sur les investissements prioritaires.

Avant de partager avec vous l'expérience d'Axa en termes de politique de diversification, je voudrais souligner que le bon sens suppose d'étaler les risques attachés à une classe d'actifs sur plusieurs locataires et plusieurs biens immobiliers. Sans aller jusqu'aux investissements exotiques, il faut se garder d'un portefeuille dont la rentabilité dépend de quelques locataires et à quelques immeubles. Dans la situation difficile que nous connaissons aujourd'hui en Europe, il me semble que les fonds importants avec une bonne distribution des risques entre plusieurs propriétés immobilières (disons au minimum 20), sont ceux qui tiennent le mieux en termes de taux d'occupation et de rentabilité. Cela peut sembler évident, et ça l'est ; mais il faut pour atteindre ce but beaucoup de soin au gestionnaire de portefeuille immobilier, dans la mesure où une bonne répartition des risques est un travail à long terme avec des remises au point constantes et attentives.

En sa qualité de compagnie d'assurance, Axa a historiquement été l'un des grands investisseurs dans le secteur des immeubles à usage d'habitation. Elle a construit des portefeuilles dans ce domaine depuis le dix-neuvième siècle, tant à Paris qu'en province. Les actifs construits ou achetés par des compagnies d'assurance comme Axa étaient des immeubles de haute qualité, situés en centre ville. Les objectifs assignés à ces portefeuilles étaient la protection contre l'inflation et une augmentation régulière du capital.

Par ces portefeuilles d'habitation, les compagnies d'assurance sont entrées dans l'immobilier commercial ; ces immeubles comprenaient des espaces commerciaux dont la gestion demandait une compétence spécifi-

467

* *Directeur des investissements immobiliers du Groupe AXA.*

que. En même temps, dans les premières étapes du développement du secteur des services, des appartements d'habitation se sont vus reconvertir en espaces professionnels. Nous avons été entraînés dans l'immobilier commercial presque par accident, pourrait-on dire. La gestion d'actifs et la technique de l'investissement se sont alors développés, si bien qu'Axa, comme ses pairs, est devenu un investisseur naturel dans le secteur des bureaux quand celui-ci est devenu une classe d'actifs de plein droit.

Avec le développement du secteur des services, et le choix des grandes entreprises d'être locataires plutôt que propriétaires de leurs locaux, un grand marché a commencé à se développer en France comme dans la plupart des pays développés où les grandes villes ont vu la croissance du secteur des services. Pendant cette période, notre affectation des capitaux a changé du tout au tout, jusqu'à la situation actuelle d'équilibre entre les locaux à usage d'habitation et les locaux à usage de bureaux. Cette diversification est passée par le développement de notre expertise interne dans la gestion des investissements immobiliers et plus tard dans le développement de l'immobilier.

Pendant cette même période, nous sommes revenus en arrière en termes de diversification géographique, en plaçant la majorité de nos capitaux dans la province française. Ce changement de stratégie est venu du fait que nous avons constaté que l'immobilier en province donnait certes des retours élevés, mais manquait de la hausse de valeurs que recherche tout investisseur. Cette politique explique le faible risque (moins de 6%) que nous avons généralement en dehors de la Région parisienne dans notre portefeuille français. Ce retrait était, à notre avis, indispensable avant de chercher de nouvelles formes de diversification.

Aucune contrainte légale ou réglementaire ne nous empêche de nous diversifier depuis la suppression du contrôle des changes. Les limites à cette diversification nous sont plutôt imposées par la limite générale de l'exposition immobilière dans notre portefeuille global, par le risque monétaire attaché à tout investissement étranger et, en général, à une réaction excessive des agences d'évaluation aux risques immobiliers significatifs.

Avant de traiter la question de la diversification géographique, qui est une de nos priorités, je voudrais souligner les difficultés et les risques attachés aux affaires qui mêlent l'immobilier et les services.

En nous fondant sur une analyse approfondie de la demande dans des secteurs comme le marché de la retraite ou l'industrie du loisir, nous nous sommes engagés, à partir du milieu des années 80, dans d'importantes transactions dans ces secteurs, qui n'ont pas donné les résultats escomptés. Malgré une excellente localisation et des partenaires puissants, nous

avons estimé que ces segments de marché n'étaient pas encore assez mûrs ou encore trop cycliques pour produire le type de rendement que l'on pouvait attendre d'opération mêlant les risques de l'immobilier et du *venture capital*.

A la suite de cette déception, nous nous sommes recentrés sur trois segments de marché : l'habitation, les bureaux et le commerce de détail. Cette dernière catégorie était pour nous une priorité en termes de classe d'actifs. Ce secteur est encore trop segmenté en France et demande l'élaboration de nouvelles techniques financières pour le rendre plus attirant.

En termes de diversification géographique, nous appliquons une règle très simple : pas d'investissement dans les pays où nous ne menons pas d'opérations d'assurance. Même si nous n'y faisons pas d'opérations immobilières, notre présence sur le terrain de l'assurance nous aide à comprendre les pratiques locales du marché et nous donne l'expérience de la prise de décision. Dans certains cas, par l'acquisition de compagnies d'assurance, nous avons acquis à la fois une expérience immobilière et une expertise locale dans la gestion d'actifs et dans l'investissement ; nous avons alors généralement acquis ces portefeuilles immobiliers sur une base globale (Royaume-Uni, Etats-Unis, Espagne).

Avant d'acquérir des biens immobiliers sur un marché étranger, nous y passons en revue certaines fonctions critiques :

1. La base économique et sa diversification.
2. La taille du marché et le poids du marché de la location de bureaux par rapport à celui des immeubles occupés par leurs propriétaires.
3. La stabilité du système financier et les ramifications fiscales d'un investissement effectué par un investisseur étranger.
4. Le potentiel de cartélisation du marché par quelques acteurs locaux.
5. Un environnement juridique et économique qui permettrait l'acquisition d'une base professionnelle en termes de diligence, de sécurité de l'intérêt et de politique de titre.
6. Une expertise de gestion interne locale ou des agents professionnels capables de travailler pour notre compte et de nous représenter.

Pour vérifier ces fonctions, nous pouvons décider d'investir de manière expérimentale dans une petite transaction. Dans ce cas, pour maximiser notre expérience, nous participons à de petites *development ventures* : nous parvenons alors à apprendre non seulement les dynamiques de base du marché immobilier mais également les pratiques de financement et le rôle assumé par les différents acteurs du marché. C'est bien évidemment risqué et c'est pour cette raison que nous nous contentons de transactions petites en nombre et en taille.

En conclusion, je voudrais insister sur la nécessité de s'appuyer sur l'expertise locale pour investir à l'étranger. C'est la différence majeure avec un investissement en valeurs et en titres, où il est possible de gérer de manière centralisée un portefeuille global.