

« Introduction »

5^e FORUM des OPCI

Vers un repositionnement des OPCI ?

11 décembre 2008

Mahdi MOKRANE

Directeur Recherche et Stratégie, AEW Europe



AEW EUROPE

Deux rappels

- Rappel : Le législateur avait deux motivations principales:
 - Répondre aux besoins du secteur immobilier français
 - Contribuer au dynamisme de la place de Paris

- Plus spécifiquement :
 - Favoriser le rééquilibrage des portefeuilles globaux
 - Favoriser l'externalisation de patrimoines des collectivités et des entreprises

Les objectifs de ce nouveau produit

- Développer l'épargne collective immobilière à l'image des fonds allemands, anglais ou des REITS ;
- Répondre aux limites identifiées sur les supports existants :
 - La liquidité par la création de poches financière et de liquidité ;
 - Les souplesses de gestion :
 - Détention indirecte d'actifs immobiliers possible;
 - Possibilité de procéder à des travaux de restructuration et de construction ;
 - Recours à l'effet de levier ;
 - Création d'un support proche des OPCVM dans son fonctionnement ;
 - Un cadre fiscal simple et compétitif.

Rappel : les choix de « routes » en France

	Direct	Club Deal	Fonds fermé	Fonds Ouvert	Immobilier Coté	Fonds de fonds	Produits dérivés
Rentabilité totale espérée	++	+++	+++	++	++	+++	++
Risque ex ante (volatilité, diversification)	+	++	++	+++	++	+++	++
Liquidité	++	+	+	++	+++	++	+
Exposition au sous jacent immobilier	+++	+++	+++	+++	++	+++	+++
Contrôle	+++	+++	++	+	+	+	++
Coûts d'entrée sur un marché immobilier	+ si marché nouveau +++ si familial	+ si marché nouveau +++ si familial	++	++	+++	+	+++
Autre(s) facteurs	Fierté Liberté de gestion	Permet de profiter de grosses opérations	Responsabilité limitée & Management spécialisé	Liquidité sans la volatilité du coté	Fiscalité	Gestion déléguée Rémunération additionnelle	Produit structuré Couverture

Direct → Indirect

Un contexte européen 2002-2007 favorable à l'homogénéisation des véhicules

- La genèse OPCIS s'inscrit dans un contexte Européen très actif en matière de réforme des véhicules immobiliers
 - Coté : SIIC, UK-REIT, G-REIT, SIIQ,
 - Non coté : assouplissement entre 2003 et 2007 des contraintes de détention d'actifs : notion de participations et « d'actifs immobiliers » compatibles en Italie et Portugal, et Allemagne

- *Peut-on dresser un premier tableau de ce qui s'est passé depuis juillet 2007 ?*

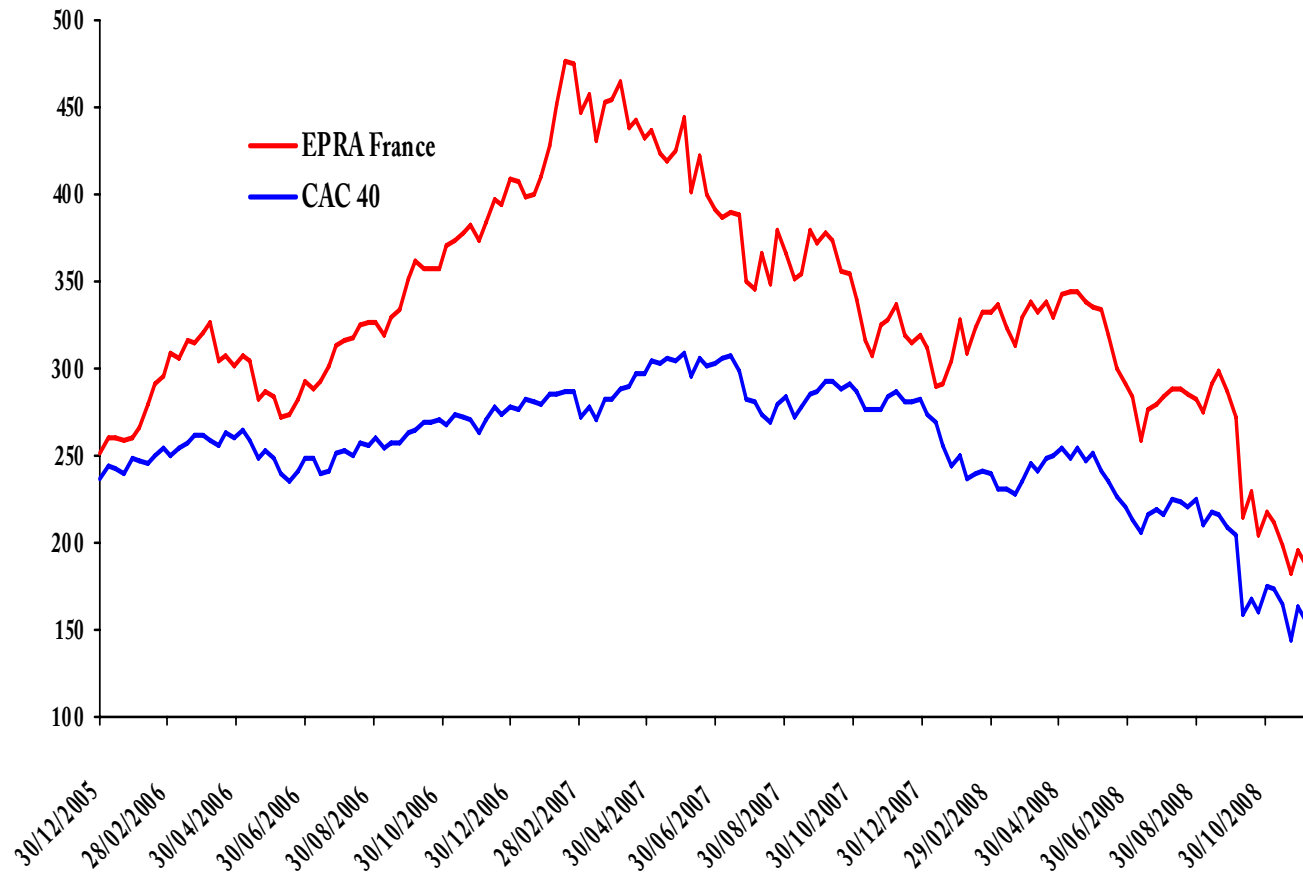
- Un peut tôt aussi pour comparer les succès relatifs entre OPCIS RFA et Grand public... surtout dans le contexte de 2008

Difficile de dresser bilan dans un contexte 2008 dont il est difficile de faire abstraction



Aperçu du contexte en France

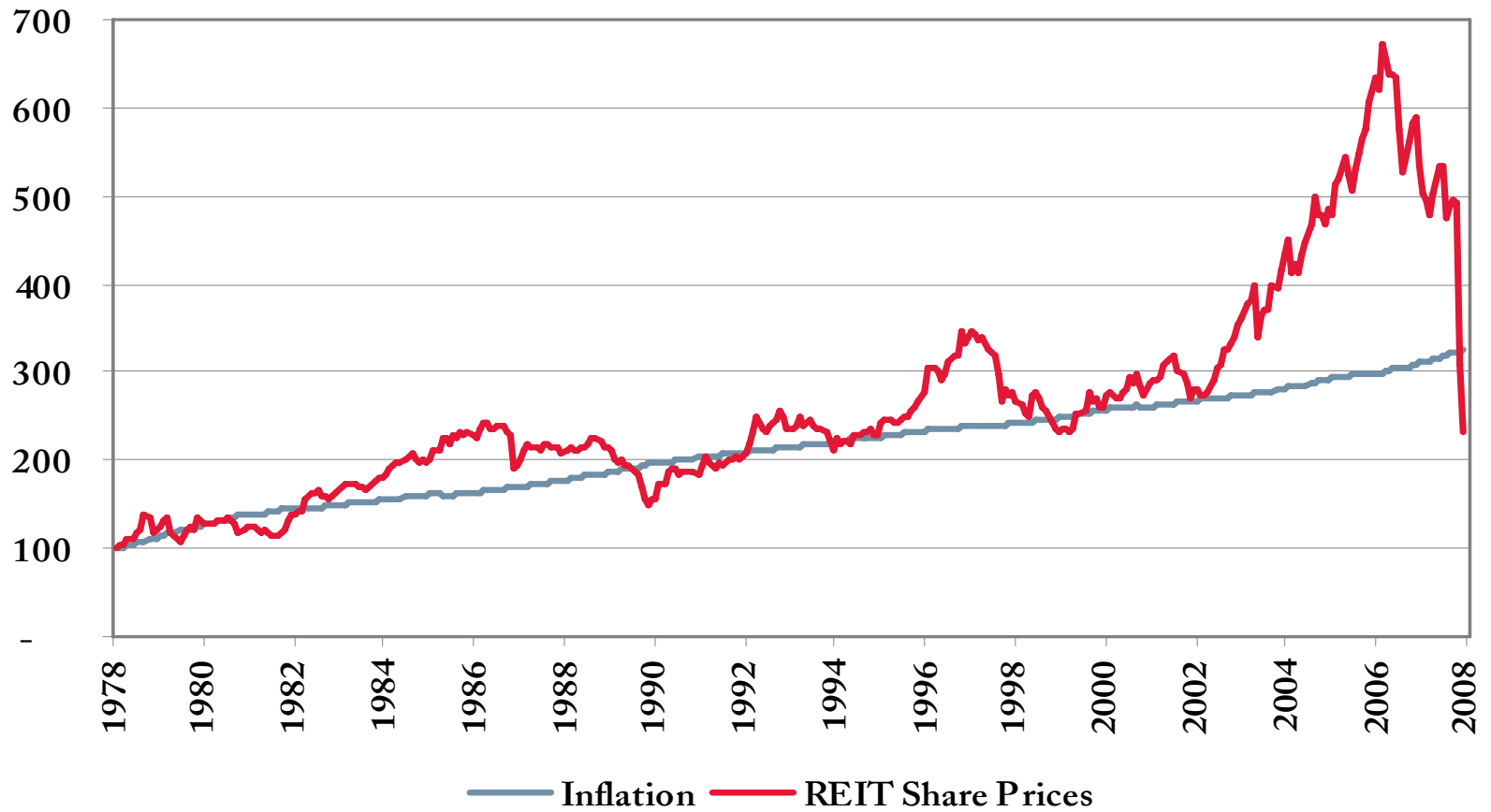
**Evolutions comparées des Foncières (EPRA France) et du CAC 40 2006-2008
(fréquence hebdomadaire) - Base 100 en janv. 1990**



Source: Bloomberg, AEW EUROPE

Perspective 'historique' aux EU !

Evolutions comparées des REITs aux Etats-Unis et de l'inflation
Base 100 en janv. 1978



Source: NAREIT, AEW Research

Dans le même temps.....

- A notre connaissance :
 - 28 sociétés de gestions agréées par l'AMF (dont 5-6 « grands » acteurs)
 - 41 OPCVI agréés
 - Dont 3 grand public (début)
 - Et 38 OPCVI RFA
 - ✓ Dont une écrasante majorité à EL (effet de levier)
 - ✓ Motivations :
 - Art.210 E (fiscalité),
 - OPCVI dédiés (conservation de tout ou partie du contrôle),
 - et externalisation (cash)
 - *Public to Private* (SIIC → OPCVI)
- Estimation des Actifs sous gestion des OPCVI : 4 à 5 Mds d'euros.
- Prolongation du régime 210 E de 3 ans (taux porté à 19%)
- Paradoxe apparent : Dichotomie ? SCPI \cong Grand Public et OPCVI \cong Institutionnel

L'OPCI SPPICAV à RFA EL

Le concurrent de la SIIC ?

- La SPPICAV à RFA EL
 - Fiscalité des valeurs mobilières
 - Exonération des revenus et plus-values
 - Obligation de distribuer 85 % des profits locatifs et 50 % des plus-values
 - Pas de quota de liquidité
 - Pas de plafond d'endettement
 - Possibilité d'actions de nature différenciée
 - Trois ans pour atteindre les 15 M€ d'ANR
 - Amortissement notionnel
- Instrument facilitateur de Club Deals

Le choix de l'indirect en France : SIIC et OPCV

- SIIC : Produit qui a fait ses preuves aux EU et Australie (REIT)
 - France : besoin de taille
 - Avantage temporaire ?
 - Ne doit pas être uniquement un outil fiscal
 - Reconfiguration du secteur encore à venir
 - Attire de nombreux investisseurs internationaux
 - Particulièrement actif sur le marché de l'investissement en IdF depuis début 2006

- OPCV : pas simplement là pour remplacer les SCPI
 - Deux formes bien distinctes
 - SPPICAV taxation sur les dividendes
 - FPI un peu comme un fonds non coté, taxation sur les revenus
 - Avantage : fiscalité, flexibilité, liquidité, effet de levier
 - Challenges
 - Gestion de la liquidité
 - Valorisation des parts et expertise & non pas un prix de marché
 - Base de clients (grand public / institutionnels) et politique marketing

Rôle des foncières et des fonds sur l'investissement en France

Qui achète de l'immobilier d'investissement en France (2004-2006) ?

	2004	2005	2006	2007
Foncières	17%	19%	43%	30%
Fonds d'investissement	56%	50%	33%	34%
Privés	5%	6%	4%	5%
Institutionnels	22%	25%	20%	31%
Total	100%	100%	100%	100%

Source: CBRE, AEW Europe

Dans un contexte 2008 – 2009 difficile pour les SIIC*

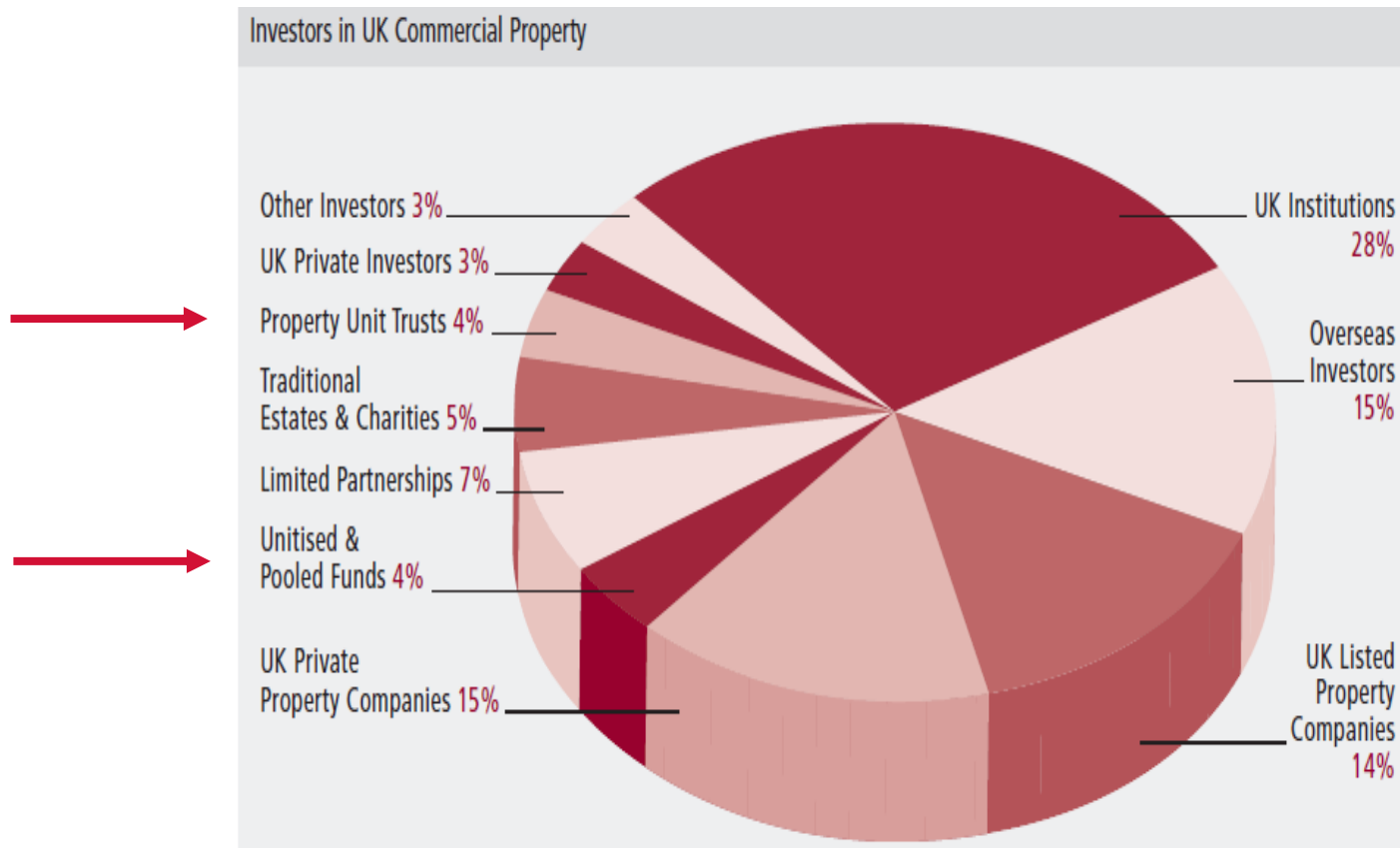
- 2008 pour les foncières :
 - La décote sur l'actif net réévalué bloque les levées de capitaux
 - Une capacité d'endettement presque épuisée

- Les modalités d'investissement à venir des foncières
 - Blocage des fonds propres & saturation de l'endettement
 - Redressement des rendements exigés (rappel: prime de risque actions en oct : 700 bp)
 - Mutation SIIC → OPCI
 - Préférence maintenue pour la promotion pour compte propre
 - Commerces : pas de changement, jusqu'à quand ?
 - Logement : mouvement à sens unique
 - Effet SIIC 2-3 : gel des cessions pendant 5 ans
 - Effet SIIC 4 : régime de suspension : cessions en 2008
 - Pas d'horizon de liquidation

* Source : présentation B. Faure-Jarrosson, IPD - 37ème séminaire Gestion d'actif immobilier -18 sept. 2008 - Quels investisseurs pour demain ?

Quelle place pour les OPCI ? L'exemple des PUTs en GB

GB : Décomposition du stock immobilier investi (estimé à 381 Mds£ à fin 2005)



Source : *Understanding Commercial Property Investment 2007 Edition, estimate for end-2005 based on research undertaken for the IPF by Cass Business School, DTZ, and IPD.*

OPCI (grand public) : la liquidité

- Importance **fondamentale de la liquidité**
 - Obligations de liquidité → valeur des actifs parfois liée aux volumes de retraits et non un marché avec offre / demande

- Comportement de la variable « retraits » en fonction :
 - De la **typologie des porteurs** de parts (homogène vs hétérogène) : externalités positives ou négatives des porteurs de parts entre eux.
 - De la **composition de l'actif et du comportement des différentes poches** : externalités positives ou négatives des poches d'actifs actions & foncières et immobilières

- D'où le risque de phénomènes de retraits massifs (phénomène de « *run* ») à l'image des dépôts bancaires classiques (FIFO ; premier arrivé – premier servi)

- Expériences internationales récentes :
 - **Fonds ouverts allemands** : Deux séries de retraits massifs et de fermetures de fonds en 3 ans
 - **GB** : plusieurs fermetures de fonds à fin 2007

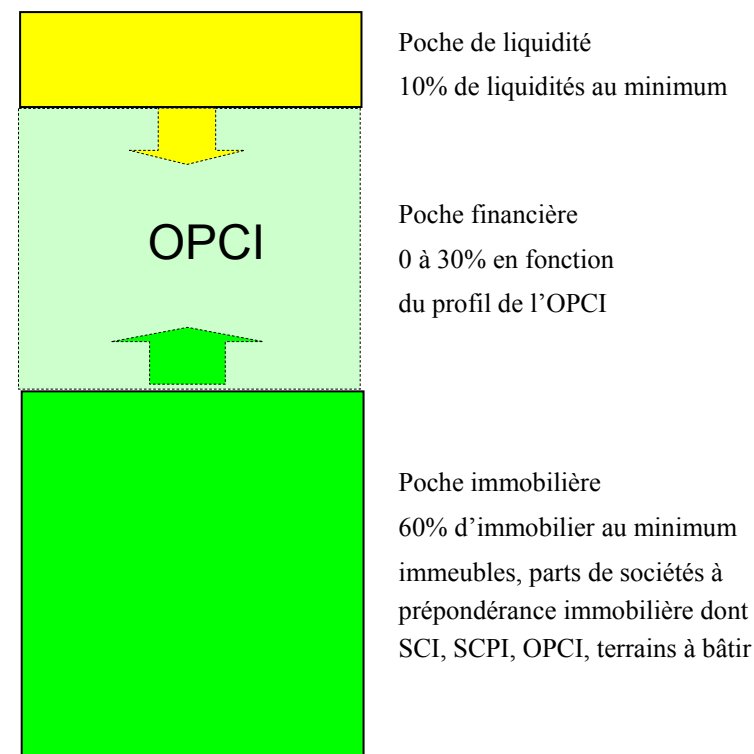
Les outils de gestion de la liquidité utilisés par le fonds immobiliers non cotés en Europe

	Allemagne	Espagne	France	Italie	Portugal	RU	Suisse	FRANCE
	<i>Fonds ouverts</i>	<i>FII</i>	<i>SCPI</i>	<i>FII</i>	<i>FII</i>	<i>APUTS</i>	<i>Fonds immobiliers</i>	<i>OPCI</i>
<i>Droit de remboursement</i>	X	X	X		X	X	X	X
<i>Marché secondaire organisé</i>			X	X	X		X	
<i>Fréquence des points de remboursement (au moins mensuelle)</i>	X		X		X	X		X
<i>Adaptation de la fréquence de remboursement par le fonds</i>		X			X	X		X
<i>Suspension des remboursements en cas de crise</i>	X	X			X	X	X	X
<i>Fractionnement ou rationalisation des demandes de remboursements</i>				X				
<i>Ratio minimum de liquidités</i>	X	X					X	X
<i>Possibilité de s'endetter pour effectuer les remboursements</i>	X			X	X	X	X	X
<i>Diversification du sous jacent</i>	X	X		X	X	X	X	X

Source : IEIF, « Les Fonds Immobiliers Européens accessibles aux particuliers », nov. 2008

Encore de nombreux enjeux / difficultés et défis à relever

- OPCI
 - RFA : **bon démarrage** (avantage de l'indirect)
- Grand public : **2009 crucial**
 - Comment présenter ? produit pur / produit **hybride**
 - Est-ce un **contrat multi-supports** ?
 - Quelle **segmentation** de clientèle (nouvelle clientèle et/ou celle des SCPI) ?
- Préservation de la **liquidité** et gestion actif passif complexe
 - Quelle méthodologie de **contrôle des risques** ?
 - Quels **Benchmarks** ?



Encore de nombreux enjeux / difficultés et défis à relever

- **Tarification** et transparence dans la présentation des frais
- Challenges **organisationnels** (chaîne des acteurs) et industrialisation / automatisation nécessaires (avec 5 acteurs majeurs intervenant pour le véhicule)
- Certaines problématiques **fiscales** encore présentes (international)
- Quels **relais** au-delà de **l'avantage fiscal** ?
- **Elargissement de la base institutionnelle**
 - La question de l'éligibilité aux contrats d'Assurance Vie,
 - mais sans oublier l'inadéquation entre délai liquidité Ass. Vie UC (2 mois) et OPCI (6 mois)
 - Caisses autonomes de vieillesse
 - Quid commercialisation à l'étranger ?
- **Le Timing** d'entrée sur le marché est loin d'être neutre
 - Sur le plan cyclique est-ce le **BON** moment ?

La présente publication a pour objet d'aider les investisseurs à prendre leurs décisions d'investissements, elle n'a en revanche pas pour objet de fournir des conseils en investissement à un investisseur en particulier. Les investissements mentionnés et les recommandations ci-dessus peuvent ne pas être appropriés pour tous les investisseurs : les lecteurs doivent se faire leur propre opinion sur l'opportunité de tels investissements et recommandations en fonction de leurs propres objectifs d'investissements, expérience, statut fiscal et situation financière. La présente publication provient de différentes sources d'information dont nous pensons qu'elles sont fiables, mais aucune déclaration ou garantie n'est délivrée en considération de l'exactitude et de l'exhaustivité de l'information délivrée aux présentes. Les opinions contenues aux présentes reflètent le jugement actuel de l'auteur : elles ne reflètent pas nécessairement les opinions AEW Europe, de ses filiales ou de toutes filiales du groupe AEW Europe, et sont susceptibles d'évoluer à tout moment. Bien qu'AEW Europe fasse ses meilleurs efforts pour utiliser dans la présente publications des informations pertinentes et à jour, des erreurs ou des omissions peuvent parfois survenir. Le groupe AEW Europe ne saurait être tenu pour responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication.

La présente publication ne doit pas à être copiée, transmise ou distribuée à des tiers sans l'autorisation écrite préalable AEW Europe.



Une filiale de Natixis Global Asset Management

www.aeweuropa.com

AEW Europe

1-3 rue des Italiens
75009 Paris

Tél + 33 (0)1 78 40 92 00 Fax + 33 (0)1 78 40 66 01

AEW EUROPE