

ISR et foncières cotées

Résumé

Cette étude s'inscrit dans la suite du travail réalisé sur les performances dans l'univers de l'Eurostoxx 300. Elle se penche sur le cas particulier des foncières cotées européennes en essayant d'évaluer la performance boursière des sociétés sélectionnées exclusivement sur des critères extra-financiers. Les résultats obtenus montrent que l'ISR n'est pas un discriminant positif de la performance des foncières européennes puisque, sur notre période d'étude, les foncières Best of ISR ont sous-performé celles disposant d'une note inférieure (Average of ISR). Néanmoins, l'intégration d'un filtre ISR dans un processus d'investissement améliore le rendement du portefeuille : les foncières Best of ISR surperforment l'indice EPRA Europe et les sociétés les moins bien notées (Worst of ISR). La surperformance des foncières ISR (best in class) ne traduit pas une meilleure efficacité opérationnelle et financière, mais davantage une meilleure perception par les investisseurs du profil de croissance et de risque de ces sociétés.

Introduction

Une récente étude de la cellule de recherche UFG-LFP sur la contribution de l'effet de sélection ISR dans la performance des portefeuilles entre 2005-2010, a montré que la performance ajustée du risque du portefeuille Best of ISR (composé des titres ayant la meilleure note ISR dans l'univers de l'Eurostoxx 300) a été supérieure à celle du portefeuille Worst of ISR que ce soit en phase de hausse des marchés (2005-2007) ou de baisse (2007-2009). La conclusion principale de l'étude est que « l'ISR ne constitue pas un filtre réducteur contraignant la performance » ce qui va à l'encontre de l'un des préjugés les plus répandus dans la communauté financière qui associe responsabilité sociale et contreperformance financière.

La présente étude se propose de vérifier si ces résultats peuvent être appliqués dans le secteur de l'immobilier coté et plus précisément aux foncières européennes (univers EPRA Europe). Plusieurs travaux ont confirmé la pertinence – sous l'angle financier - d'une démarche ISR dans l'immobilier physique. Mais qu'en est-t-il de l'immobilier coté ? Les recherches consacrées au sujet attestent d'une relation positive entre performances boursières/financières et responsabilité sociale lorsque cette dernière ne prend en compte que le critère d'efficacité environnementale et énergétique. En revanche, les conclusions sont moins significatives lorsque d'autres aspects sont intégrés comme la gouvernance et le social.

L'ambition de ce travail est double. D'abord, il essaye d'évaluer la contribution de la sélection ISR dans la performance boursière des foncières cotées européennes en utilisant le système de notation de la banque Sarasin. Ensuite, il cherche à expliquer la performance relative des foncières ISR, lorsqu'elle est avérée.

L'étude est composée de quatre parties. Dans la première partie, nous discutons de la pertinence de la notion de l'ISR dans le secteur de l'immobilier coté. Dans la deuxième partie, nous passons en revue les principales conclusions des travaux académiques traitant du sujet. Dans la troisième partie, nous présentons la méthodologie de notre étude. Enfin, en quatrième partie, nous détaillons les principales conclusions.

1. La pertinence de l'ISR dans le cas des foncières cotées.

L'immobilier coté, au même titre que l'immobilier physique¹, est concerné par la responsabilité sociale pour plusieurs raisons :

a. Evolution du cadre réglementaire sur la performance écologique et énergétique

Depuis quelques années, les sociétés immobilières (foncières et promoteurs) sont confrontées au durcissement de la législation en matière d'efficacité écologique et énergétique des immeubles. Le bâtiment étant le plus grand consommateur d'énergie dans le monde (40 %) et le deuxième émetteur de CO² (35 %). La nouvelle directive européenne sur l'efficacité énergétique des bâtiments (EPBD : Energy Performance of Buildings Directive – votée par le parlement européen le 18 mai dernier), indique qu'en 2020, tous les immeubles neufs devront être zéro énergie et zéro carbone et que la rénovation du parc existant dans chaque pays devrait conduire à une réduction de 38 % en moyenne de la consommation d'énergie. En France, les plans Energie Climat Territoriaux imposeront à tous les départements, communes et groupement de communes de plus de 50 000 habitants de mesurer la consommation et l'émission de leur patrimoine immobilier.

b. Évolution des besoins des occupants

Les occupants (locataires) sont plus sensibles à la question de la responsabilité sociale. Des enquêtes qualitatives (LaSalle et CoreNet) montrent qu'ils sont de plus en plus disposés à payer un loyer supérieur pour des immeubles responsables. Par ailleurs, en termes de bien-être des salariés (une meilleure productivité, baisse du taux d'absentéisme...), il a été établi que les immeubles responsables offrent un meilleur cadre de travail.

Des études universitaires ont mis en évidence la contribution positive de l'intégration des critères ISR dans la valeur locative d'un actif. N.Kok, P.Eichholtz et J.Quigley (2009) ; Miller et al (2008) et Wiley, Benefield et Johnson (2008) montrent, dans le cas du marché américain, que les immeubles responsables (selon les normes locales) procurent un loyer supérieur de 3 % (en moyenne) aux immeubles classiques. Cette prime pouvant aller jusqu'à 10 %-18 % lorsque le loyer est ajusté de la vacance. En termes de localisation géographique et de typologie des actifs, les auteurs observent que cette prime est plus importante dans les villes moyennes que dans les grandes métropoles et qu'elle est proportionnelle à la taille de l'immeuble (plus l'immeuble est grand, meilleure est la prime).

¹ Pour une analyse détaillée sur le sujet cf. cahier de recherche N° 5 : L'ISR se transforme-t-il lorsqu'il s'applique à de nouvelles classes d'actif ?

c. Évolution des exigences des investisseurs

Une récente étude de Lasalle montre que la durabilité constitue aujourd'hui un critère discriminant pour trois quarts des investisseurs en immobilier physique contre un tiers trois ans auparavant.

Les foncières cotées ne devraient pas rester à l'écart de cette tendance. Elles seront amenées à consentir des efforts plus importants en matière de transparence dans leurs règles de valorisation, de gouvernance et dans leurs relations avec les différents stakeholders (locataires, fournisseurs, promoteurs...). Le groupe de travail sur le secteur immobilier du programme des Nations Unies (United Nations Environment Programme Finance Initiative)² a mis en évidence l'intérêt croissant des investisseurs pour ce critère et identifie les dix défis majeurs de responsabilité sociale pour les sociétés immobilières.

2. Évaluation de la contribution ISR dans la performance des foncières cotées.

La question centrale pour un investisseur est celle de la contribution des critères ISR à la performance boursière des foncières. D'un point de vue théorique, l'intégration des critères ISR devrait (i) influencer positivement sur la performance opérationnelle de la foncière (une plus forte croissance organique des loyers et des marges grâce à une meilleure maîtrise des charges d'exploitation) et (ii) réduire son risque spécifique qui s'exprime, en outre, au travers du taux de capitalisation de son portefeuille immobilier.

Les études réalisées dans ce cadre sont loin d'être unanimes et n'arrivent pas à établir de relations significatives et stables dans le temps entre responsabilité sociale et performances financières/boursières des foncières cotées. Autant il est possible de dégager un consensus sur l'apport positif du critère environnemental, autant la contribution des autres critères qui fondent la démarche ISR (gouvernance et l'aspect sociétal) demeure difficile à appréhender.

a. Qualité environnementale

L'essentiel des travaux sur l'ISR dans le cas des foncières cotées a porté sur l'aspect environnemental. Cela s'explique par deux raisons :

- l'efficacité environnementale et énergétique est considérée comme primordiale par les investisseurs ;
- la qualité environnementale est facilement quantifiable car il existe des normes réputées fiables (Leeds, HQE...)

N.Kok, P.Eichholtz, R.Bauer et P.Peneda (2010) dans une récente étude de l'Université de Maastricht pour le compte de trois fonds de pensions, concluent à une relation positive entre la performance financière des foncières (mesurée par le ROE) et la qualité écologique et environnementale de leur portefeuille immobilier³. Les études des analystes financiers spécialisés dans le secteur immobilier aboutissent à des conclusions similaires : les foncières disposant de la meilleure notation ISR ont tendance à surperformer les foncières les moins bien notées.

² [http://www.umac.mo/fba/irer/papers/past/vol8_pdf/Pivo-Mcnamara\(128-143\).pdf](http://www.umac.mo/fba/irer/papers/past/vol8_pdf/Pivo-Mcnamara(128-143).pdf)

³ Toutefois, les auteurs précisent qu'il convient d'être prudent dans l'interprétation des résultats car le sens de la causalité entre performance environnementale et financière reste difficile à établir.

b. Gouvernance

Les foncières offrent à la fois un cadre intéressant et très particulier à l'analyse de la gouvernance compte tenu des obligations de distribution inhérentes au régime de transparence fiscale de ces sociétés (REITS/SIIC) : l'obligation de distribuer 80-90 % des résultats (la proportion varie selon les pays) limite les ressources financières à la disposition du management. Ce dernier voit sa marge de manœuvre plus restreinte ce qui réduit, in fine, les problèmes d'agence avec les actionnaires : l'obligation de distribution aligne les intérêts du management sur ceux des actionnaires.

Bauer, Eichholtz et Kok (2008) ont étudié le cas des REITS américaines entre 2003-2005 en utilisant l'indice CGQ (Corporate Governance Quotient) établi par l'agence de notation Institutional Shareholder Services. Cet indice prend en compte plusieurs critères comme l'organisation, la composition et la qualification du management, le système de rémunération, la structure actionnariale ainsi que les mécanismes anti OPA « anti-takeover provisions » comme l'auto-contrôle, la limitation des droits de vote, l'autorisation d'émettre des actions en période d'OPA... Les auteurs ont cherché à établir une relation entre le rang de la foncière dans l'indice et sa valorisation, appréciée au travers du Q-Tobin⁴, ainsi que ses performances financières au travers des indicateurs de Return on Asset « ROA » ; Return on Equity « ROE » et du Funds From Operation⁵ « FFO ». Leurs résultats ne sont pas assez significatifs pour tirer une quelconque conclusion : les foncières bénéficiant de la meilleure notation n'ont pas généré la meilleure performance selon les critères retenus. Une relation positive se vérifie uniquement dans le cas des foncières qui affichent la plus forte intensité capitalistique (part de l'immobilier physique dans le total de leur actif ou CRERs « High Corporate Real Estate Ratios »). Ces résultats confirment les conclusions de Bianco, Ghosh et Simans (2007) qui n'arrivent pas à démontrer, sur une longue période, la supériorité des foncières les plus respectueuses des règles de gouvernance⁶.

c. Dimension sociétale

Rares les études qui se sont intéressées à l'impact potentiel de la prise en compte de la dimension sociétale dans le cas des foncières cotées. La raison principale derrière cette relative indifférence s'explique par la difficulté de quantification de ce critère. Les rares analystes qui s'intéressent au sujet se limitent à la place accordée aux handicapés, au bien-être des occupants et aux programmes de mobilité interne des salariés de la foncière sans déboucher, au final, sur des résultats très concluants.

Au terme de cette revue de littérature, il apparaît que les études empiriques sur la contribution de l'ISR dans le cas des foncières cotées souffrent de deux inconvénients majeurs :

➤ Le premier est **d'ordre méthodologique** et il est lié à l'appréciation du critère de durabilité. En effet, les travaux traitant du sujet se sont limités à une définition restrictive de l'ISR en mettant l'accent sur le critère de l'efficacité écologique et énergétique sans vraiment chercher à intégrer les autres attributs qui fondent une démarche responsable (la gouvernance et le sociétal). Par ailleurs, les systèmes de notations ISR des analystes immobiliers sont souvent opaques et se fient aux seuls effets d'annonces sans évaluation postérieure des objectifs annoncés. Enfin, la période d'observation est souvent courte et l'échantillon est rarement représentatif du secteur⁷.

⁴ Le Q de Tobin = valeur de marché d'un actif / son coût de remplacement.

⁵ FFO est notion proche du Cash-flow Opérationnel = résultat courant retraité des éléments non cash + dotations aux amortissements et aux provisions.

⁶ Les auteurs utilisent le G-Index comme mesure de la gouvernance des foncières. Cet indice prend en compte les provisions anti OPA : plus le montant des provisions est important, plus faible sera le pouvoir des actionnaires et donc plus faible sera la note de gouvernance attribuée à la foncière.

⁷ Pour démontrer la surperformance des foncières ISR, un analyste d'une très célèbre banque d'investissement s'est contenté reconstruire la performance historique de 2 paniers de foncières : Best Of ESG et Worst Of ESG en retenant pour chaque panier 2 foncières seulement (soit 4 au total ! sur un Univers EPRA Europe qui comporte 79 valeurs).

- Le deuxième se situe au niveau de la **qualité des résultats** puisque la majorité des travaux se contente de démontrer la surperformance boursière des foncières ISR sans en chercher les facteurs explicatifs.

L'objectif de notre travail est de tenter de palier ces lacunes méthodologiques et fournir un cadre analytique plus approfondi.

3. Présentation de la méthodologie de l'étude

a. Période d'étude et sources de données

Pour évaluer l'apport des critères ISR dans la performance des foncières cotées, nous avons utilisé la notation de la Banque Sarasin qui, depuis juin 2009, couvre 164 foncières cotées se répartissant comme suit : 48 en Europe (29 %), 72 en Asie (44 %) et 44 en Amérique du Nord (27 %). Une note est attribuée à chaque foncières en fonction de plusieurs critères⁸ (cf. encadré 1).

Notre étude porte uniquement sur les foncières européennes. Elle couvre une période de 6 ans (31/12/2003 au 31/12/2009) soit un cycle boursier complet : période de bull Market de 2004 à 2007 puis phase de baisse 2007-2009.

Encadré 1 : Méthodologie de notation ESG de la Banque Sarasin

La banque Sarasin a développé une méthode originale dans la notation ISR des foncières cotées. Ce système allie deux approches complémentaires : celle relative à l'actif économique (qualité du sous-jacent immobilier de la foncière) et celle relative à la société en tant que structure juridique et sociale. Ainsi, le système de la Banque Sarasin prend en compte plusieurs paramètres : la qualité du portefeuille immobilier, les actions mises en œuvre par le management pour atteindre les objectifs en matière de performance énergétique, la responsabilité sociale et sociétale (insertion dans les tissus urbains, économique, social et culturel ; proximité des transports ; accès handicapés), la transparence en matière de valorisation, les règles de gouvernance et la relation avec les différents stakeholders (locataires, fournisseurs, promoteurs, Property Managers...). A la grande différence des systèmes existants, la notation ISR de la banque Sarasin ne se limite pas à la seule composante écologique de « green building ».

Le tableau ci-dessous présente un détail de la méthodologie de la Banque Sarasin ainsi que le poids accordé à chaque critère permettant de déterminer la note finale de la foncière :

Méthodologie de la notation de la Banque Sarasin (Source : Banque Sarasin)

	Criterion	Weighting
Environment (60%)	Environmental Strategy	10%
	Environmental Management	10%
	Pre-Production	50%
	Production	10%
	Products & Services	20%
Social (40%)	Social Strategy	10%
	Social management	10%
	Government & General public	30%
	Investors/Corporate Governance	5%
	Suppliers	20%
	Employees	10%
	Customers	10%
	Competitors	5%

⁸ La particularité de la méthode de la Banque Sarasin réside dans la double notation du secteur (note intrinsèque) et de la société (qui est relative au secteur) de façon à délimiter un univers investissable.

b. Méthodologie

Sur le plan méthodologique, deux approches étaient possibles :

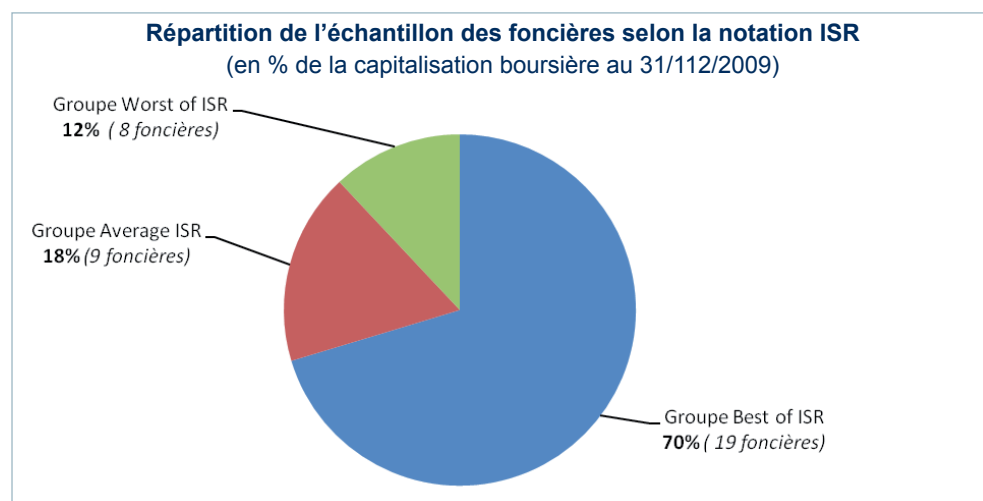
1. La première consistait à définir deux portefeuilles équipondérés (avec un rebalancement trimestriel pour capter au maximum l'effet ISR) en sélectionnant pour l'un les foncières ayant les notes ISR les plus élevées et pour l'autre les titres ayant les notes ISR les plus faibles. Cette méthode qui a été appliquée dans l'étude sur l'univers EuroStoxx 300, s'est avérée inappropriée dans notre cas compte tenu des fortes disparités dans l'univers de l'immobilier coté européen : les cinq premières foncières (Unibail-Rodamco, Land Securities, British Land, Corio, Segro, Hammerston) représentent à elles seules 43% de la capitalisation de l'Indice EPRA Europe.
2. La deuxième méthode consistait à définir trois groupes de sociétés à partir des dernières notes disponibles (janvier 2010) : Foncières Best of ISR, Foncières Average ISR et Foncières Worst of ISR et d'effectuer l'analyse sur chaque groupe. C'est cette approche qui a été retenue le cadre de notre étude.

Les différents groupes ont été définis comme suit :

- **Groupe des Foncières Best of ISR** : $3 \leq \text{Note ISR} < 5$; 5 étant la note maximum
- **Groupe des Foncières Average ISR** : $2 \leq \text{note ISR} < 3$
- **Groupe des Foncières Worst of ISR** : $2 < \text{note ISR} \leq 0$; 0 étant la note minimum.

Dans le système de notation de la Banque Sarasin, les foncières ayant une note ISR inférieure à 2 (Worst of ISR dans notre segmentation) sont considérées comme non investissables c'est-à-dire qu'elles sont exclues de l'univers d'investissement du portefeuille.

Figure 1 : Répartition de l'échantillon de l'étude selon le groupe de notation ISR (en % de la capitalisation boursière)



Au final, notre échantillon est composé de 36 foncières 9 extraites d'un univers EPRA Europe qui comporte 79 valeurs (en termes de capitalisation boursière, il couvre 78 % de l'EPRA Europe).

⁹ Pour des raisons méthodologiques, nous avons exclu de l'échantillon les foncières notées par la banque Sarasin qui ne font pas partie de l'indice EPRA EUROPE (cas de IVG, IMMOFINAZ.).

Le groupe des foncières Best of ISR représente une part prépondérante dans notre échantillon (53% du nombre total des valeurs mais deux tiers en termes de capitalisation boursière). Il est majoritairement constitué des foncières anglaises avec les trois principales foncières françaises (UNIBAIL-RODAMCO; KLEPIERE et GECINA) et suédoises (FABEGE, CASTELLUM). Aucune foncière hollandaise – hormis WERELDHAVE –, allemande, suisse, autrichienne ne fait partie de cet échantillon. Le groupe des foncières Average ISR est composé de 9 valeurs. Parmi les principales foncières européennes, on y trouve FONCIERE DES REGIONS et ICADE (France), CORIO (Pays-Bas), KUNGSLEDEN (Suède) et DEUTSCHE EUROSHOPE (Allemagne). Des foncières belges (BEFIMMO) et quelques sociétés anglaises comme HELICAL BAR et PRIMARY HEATH PROPERTIES font également partie de cet échantillon. Le groupe Worst of ISR est composé de sociétés suisses (PSP SWISS PRIME et SUISSE PRIME SITE), allemandes (ALSTRIA et GAGFAH), françaises (MERCIALYS), hollandaises (EUROCOMMERCIAL et VASTNED RETAIL).

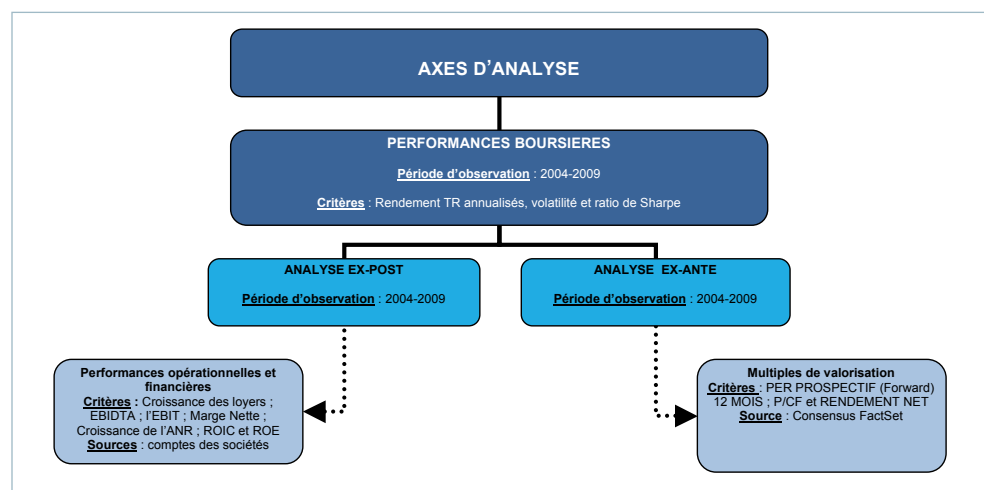
c. Axes d'analyse

Notre analyse s'articule autour de deux axes. Dans un premier temps, nous avons comparé la performance boursière des différents groupes. Dans un deuxième temps, nous avons cherché à expliquer l'écart des performances boursières – lorsqu'il est avéré - au travers d'une analyse ex-post et ex-ante.

L'analyse ex-post permet d'évaluer les performances opérationnelles et financières historiques. Pour les performances opérationnelles, nous avons pris comme indicateurs : la croissance des loyers, du résultat d'exploitation « EBIDTA », du résultat opérationnel « EBIT » et de la marge nette. Pour les performances financières, nous avons utilisé comme indicateurs : la croissance de l'Actif Net Réévalué « ANR », du bénéfice Net/Action « BNA », de la rentabilité de l'Actif Economique « ROIC » et celle des Fonds Propres « ROE ».

L'analyse ex-ante reflète la perception par les investisseurs de la qualité de la foncière et de son potentiel de croissance. Elle permet d'évaluer si l'ISR constitue un critère discriminant dans la valorisation de la foncière par le marché. Pour y parvenir, nous avons reconstitué l'historique des multiples de PER, de Prix/Cash Flows et de Rendement Net à partir du consensus FactSet.

Figure 2 : Evaluation de l'ISR dans la performance des foncières



4. Présentation des résultats

a. Performances boursières

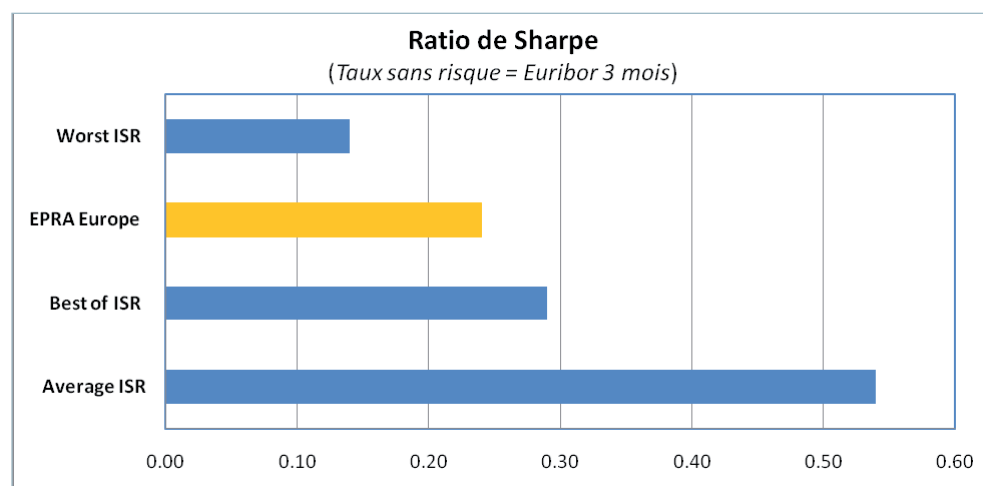
Trois résultats importants sont à mettre en évidence (cf. tableau1) :

- **L'ISR n'est pas un discriminant positif de la performance boursières des foncières cotées européennes.** Sur la période d'observation, le rendement des foncières Best of ISR a été inférieur à celui des sociétés disposant d'une note inférieure (Average ISR) : 10,1% contre 14,5% respectivement.
- **L'ISR ne constitue pas un filtre réducteur de la performance.** Le groupe Best of ISR surperforme de 190 points de base le Benchmark, représenté par l'indice EPRA Europe : 10,1% contre 8,2% avec une volatilité quasi-comparable.
- **L'intégration d'un filtre ISR dans un processus d'investissement améliore le rendement du portefeuille.** Les foncières Worst of ISR, considérées comme non investissables dans le système de notation de la banque Sarasin, sous-performent le benchmark (EPRA Europe) de 240 points de base. Leur rendement ajusté du risque (mesuré par le ratio de Sharpe) est d'environ deux fois inférieur à celui du secteur.

Tableau 1 : Tableau comparatif des performances boursières

	Foncières Best of ISR	Foncières Average ISR	Foncières Worst of ISR	EPRA Europe
Performances TR (annualisées 2004-2009) ¹⁰	10,1 %	14,5 %	5,8 %	8,2 %
Volatilité (2004-2009) ¹¹	24,5 %	21,3 %	19,4 %	22 %
Ratio de Sharpe	0,29	0,54	0,14	0,24

Figure 3 : Performances ajustées du risque (Ratio de Sharpe 2004-2009) selon le groupe de notation ISR



¹⁰ La performance de chaque groupe est déterminée à partir des performances des titres qui le composent, pondérés par leur poids respectif dans le groupe. Les pondérations de l'indice EPRA sont celles du 31/12/2009.

¹¹ La volatilité a été déterminée en tenant compte du poids de chaque titre dans le groupe, de sa volatilité historique et des corrélations.

b. Attribution de performance :

L'objectif dans cette partie est d'expliquer cet écart de performance boursière au travers de l'analyse ex-post et ex-ante.

➤ Analyse ex-post

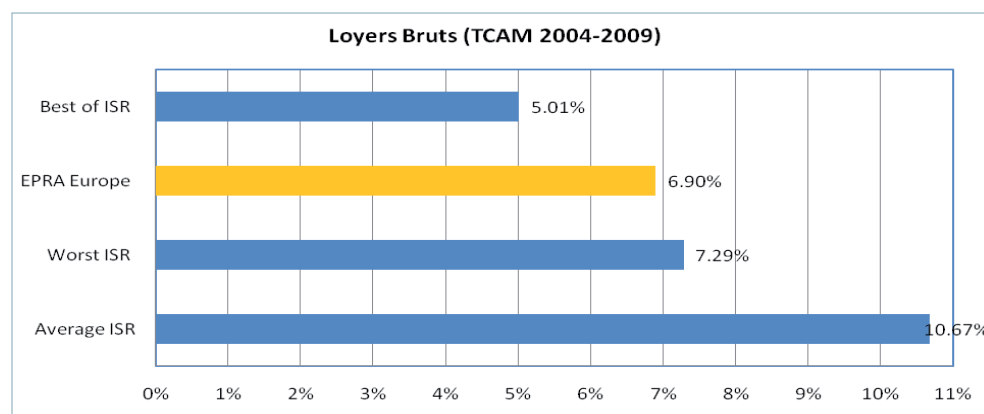
L'examen des indicateurs de performances opérationnelles et financières ne fournit pas d'éléments d'explication sur les écarts de performance boursière et ne permet pas de justifier la surperformance des foncières Best of ISR par rapport au benchmark et par rapport aux foncières Worst of ISR. Ainsi, sur notre période d'étude, la croissance des loyers des foncières les mieux notées a été significativement inférieure à celle des autres groupes. Idem pour ce qui concerne la croissance de l'ANR (indicateur de référence dans le secteur immobilier) : 1 % pour les Best of ISR contre 4,4 % pour les foncières Worst of ISR et 2,24 % pour l'EPRA Europe.

Les seuls indicateurs favorables aux foncières Best of ISR sont ceux relatifs à la rentabilité de l'actif économique (ROIC) et des fonds propres (ROE). Ce constat confirme en partie les résultats de Bauer, Eichholtz Kok et Peneda (2010) (cf. supra).

Tableau 2 : Tableau comparatif des performances opérationnelles et financières historiques (2004-2009)

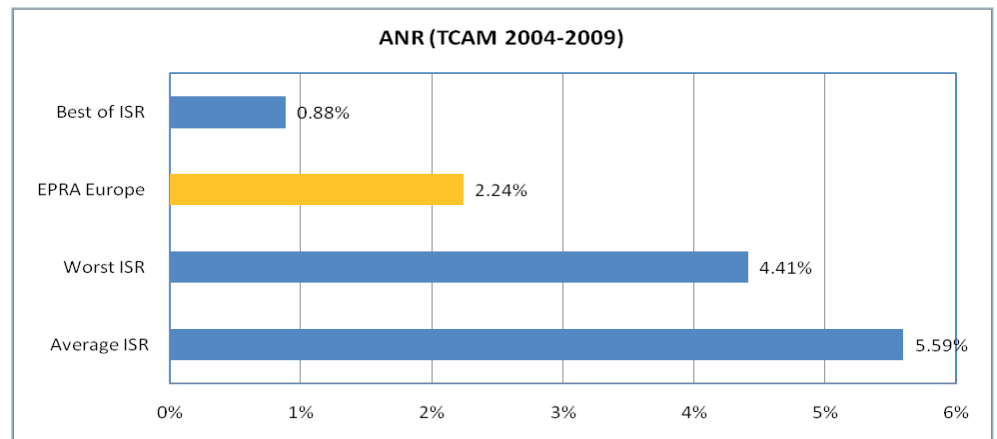
	Foncières Best of ISR	Foncières Average ISR	Foncières Worst of ISR	EPRA Europe
Loyers Bruts (TCAM 6 ans) ¹²	5,0 %	10,7 %	7,3 %	6,90 %
EBIDTA (TCAM 6 ans)	6,6 %	10,4 %	4,2 %	7,39 %
EBIT (TCAM 6 ans)	7,15 %	9,0 %	5,01 %	7,38 %
Marge Nette (Moyenne 2004-2009)	55,1 %	56,8 %	65,6 %	51,6 %
ANR (TCAM 6 ans)	0,9 %	5,6 %	4,4 %	2,24 %
Bénéfice Net/Action – hors éléments exceptionnels (TCAM 6 ans)	3,15 %	0,94 %	6,69 %	2,89 %
ROIC (Moyenne 2004-2009)	7,2 %	7,3 %	5,11 %	6,1 %
ROE (Moyenne 2004-2009)	2.5 %	4.0 %	3.55 %	2.5 %

Figure 4 : Croissance annuelle des loyers en % selon le groupe de notation ISR



¹² Taux de croissance annuel moyen 2004-2009.

Figure 5 : Croissance annuelle de l'ANR en % selon le groupe de notation ISR



Analyse ex-ante

Nous avons reconstitué les multiples de valorisation tels que le PER et le Prix/Cash Flows ainsi que le rendement net de chaque groupe et du secteur (EPRA Europe) à partir de l'historique du consensus FacSet (à fréquence mensuelle).

Le tableau 3 ainsi que les figures 6, 7 et 8 présentent les résultats obtenus. Ils mettent en évidence la cherté relative des foncières Best of ISR en termes de PER, de Prix/Cash Flows et de rendement net. Sur notre période d'étude, le PER moyen des foncières Best of ISR a été supérieur à celui du secteur (de 8 %) et à celui des autres groupes (33 % par rapport aux foncières Worst of ISR). En termes de Prix/Cash-Flows, cette prime est de 10 %.

Cette prime traduit une meilleure perception par le marché de la qualité intrinsèque et du profil de risque des foncières ISR par rapport aux sociétés non ISR. Elle semble fournir un élément de réponse sur la surperformance boursière des Best of ISR par rapport au Benchmark et par rapport aux sociétés les moins bien notées.

Tableau 3 : Tableau comparatif des multiples de valorisation (2004-2009)

	Foncières Best of ISR	Foncières Average ISR	Foncières Worst of ISR	EPRA Europe
Moyenne (2004-2009) PER Forward 12 mois	22,06x	14,51x	16,58x	20,47x
Moyenne (2004-2009) P/CF Forward 12 mois	18,20x	12,96x	15,64x	16,53x
Moyenne (2004-2009) Rendement Net Forward 12 mois	4,07 %	4,95 %	4,56 %	4,11 %

Figure 6 : Valorisation ex-ante : Multiples PER (2004 -2009)

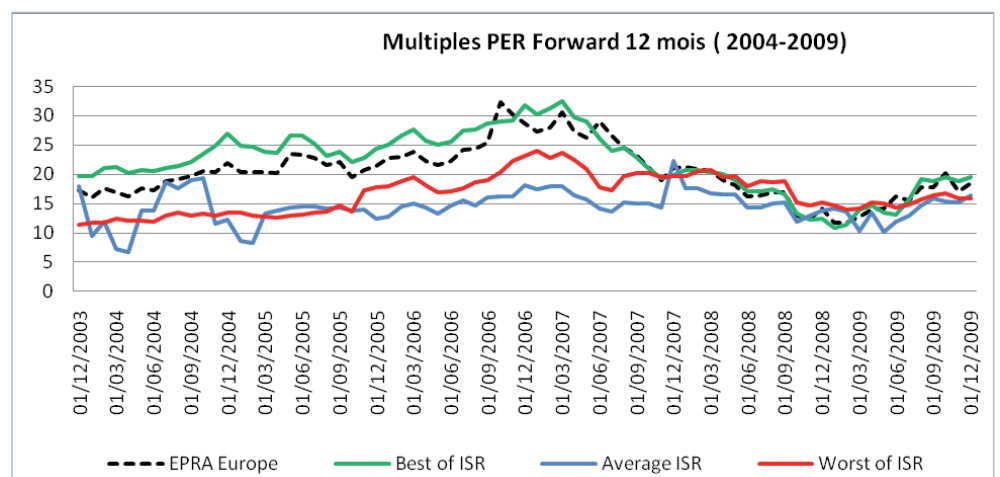


Figure 7 : Valorisation ex-ante : Multiples Prix/Cash-flows (2004-2009)

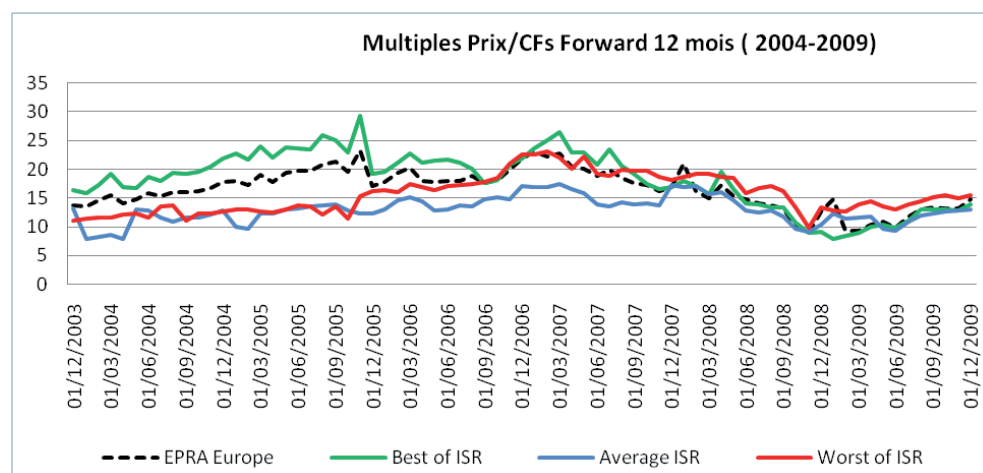
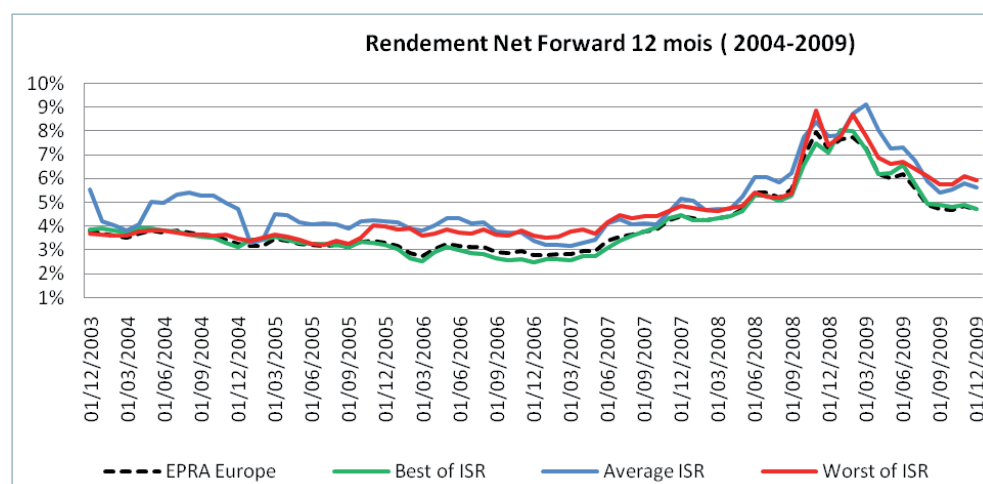


Figure 8 : Valorisation ex-ante : Rendement net (2004-2009)



Conclusion

Notre étude a montré que l'ISR ne constitue pas un discriminant positif de la performance boursière des foncières cotées européennes. Néanmoins, intégrer ce critère dans un processus de sélection améliore le rendement du portefeuille et n'obère pas sa performance par rapport au benchmark. Notre étude a également montré que la surperformance des foncières Best of ISR par rapport aux Worst of ISR et par rapport au secteur s'explique davantage par une meilleure perception des investisseurs du potentiel de croissance et du profil de risque ces sociétés. Elle ne traduit pas une meilleure efficacité opérationnelle et financière avérée.

D'une manière plus générale, le développement durable (dans sa définition la plus exhaustive) constitue une tendance lourde dans le secteur immobilier. Il est important pour les foncières européennes de repenser leur modèle de création de valeur (longtemps axé sur la dette) en se plaçant davantage dans une perspective de long terme qui allie efficacité et durabilité. Pour un gestionnaire d'actifs, intégrer l'ISR dans son processus de sélection des foncières, en sus des critères de valorisation usuels du secteur, constitue une approche innovante et un axe de différenciation efficace.

Bibliographie

Banque Sarasin (2009):

Sustainable real Estate: Investing in bricks and mortar; Banque Sarasin.

CA Chevreux (2010):

Real Estate Sustainability profile; CA Chevreux

Claudia Kruse (2008):

European Property: Sustainability Outperforms; JP Morgan.

C. Bianco, C.Ghosh an CF Sirmans (2007):

The Impact of Corporate Governance on the Performance of REITS;
Journal Of Portfolio Management.

Centre de Recherche UFG-LFP (2009):

Analyse des performances de portefeuilles "Best of" et "Worst of" ISR
de l'EuroStoxx 300; UFG-LFP

D.Brounen et PMA Eichholtz (2007):

Corporate Real Estate Ownership Implications: International Performance
Evidence; Journal OF Real Estate Finance and Economics.

Franz Fuerst et Patrick McAllister (2009):

New Evidence on the Green Building Rent and Price Premium;
Henley Business School

Jones Lang LaSalle (2009):

Perspectives on Sustainability; CoreNet Global and Jones Lang LaSalle Global
Survey on Corporate Real Estate and Sustainability

R.Bauer, P.Eichholtz et N.Kok (2008):

Corporate Governance and Performance: the REIT Effect; Maastricht University

N.KOK, P.Eichholtz, R.Bauer, P.Peneda (2010):

Environmental Performance: A Global Perspective on Commercial Real Estate;
Maastricht University

N.KOK, P.Eichholtz, J.Quigley (2009):

Doing Well by Doing Good? Green Office Building; Maastricht University

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. UFG-LFP ne saurait être tenue responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de UFG-LFP.



