

Analyse de risques des SCPI :

FÉVRIER 2024

- Patrick BOÉRIO, Analyste Senior - Pôle fonds immobiliers
- Stéphanie GALIÈGUE, Directrice générale déléguée en charge de la Recherche et des Études.



Sommaire

p. 3	Introduction
p. 4	A. Introduction au risque des SCPI 1. Le fort développement de la pierre papier p. 4 2. Les classifications des SCPI p. 5 3. Les premières analyses de risque des SCPI p. 6 4. La perception du risque du point de vue de l'épargnant p. 9
p. 11	B. L'analyse financière des SCPI par l'IEIF 1. Remarques préliminaires p. 11 2. Univers étudié p. 12 3. Présentation de la méthode p. 13 4. Premiers résultats de l'étude p. 14
p. 17	Conclusion

Cette étude reprend l'essentiel des travaux présentés lors du webinaire du 29 juin 2023 par Pierre Schoeffler, Senior Advisor à l'IEIF et de Sonia Fendler, Présidente d'Altixia Reim. Vous pouvez retrouver la présentation des slides dans votre espace adhérent en cliquant sur le lien suivant : <https://www.ieif.fr/telecharger-les-slides>

Producteur de données, cercle de réflexion et centre de recherche, l'IEIF met à la disposition de ses membres une gamme de documents utiles à leur activité et à leur stratégie.

Cette gamme va des publications telles que livres et revues jusqu'aux rapports de recherches innovantes, en passant par des veilles d'actualité, des cahiers statistiques et des analyses sur les thèmes faisant écho aux préoccupations des professionnels.

IEIF LES ANALYSES

IEIF LES ÉTUDES
STATISTIQUES

IEIF LES PUBLICATIONS

IEIF LA RECHERCHE

IEIF LA VEILLE
DOCUMENTAIRE

Introduction

A l'occasion du webinaire adhérents IEIF du 29 juin 2023, Pierre Schoeffler, Senior Advisor IEIF a présenté les premiers résultats d'une nouvelle grille d'analyse du risque des SCPI, fondés notamment sur la prise en compte d'indicateurs financiers et bilanciels permettant d'appréhender l'activité immobilière et financière du véhicule.

Ces travaux se poursuivent au sein de l'IEIF pour en préciser encore les différentes grilles de lectures, c'est-à-dire proposer, en complément des seules performances, des éléments objectifs d'appréciation pour différencier les véhicules les uns des autres, selon une classification lisible non seulement en termes d'orientation de gestion, mais aussi et surtout, en termes de risques.

A. Introduction au risque des SCPI

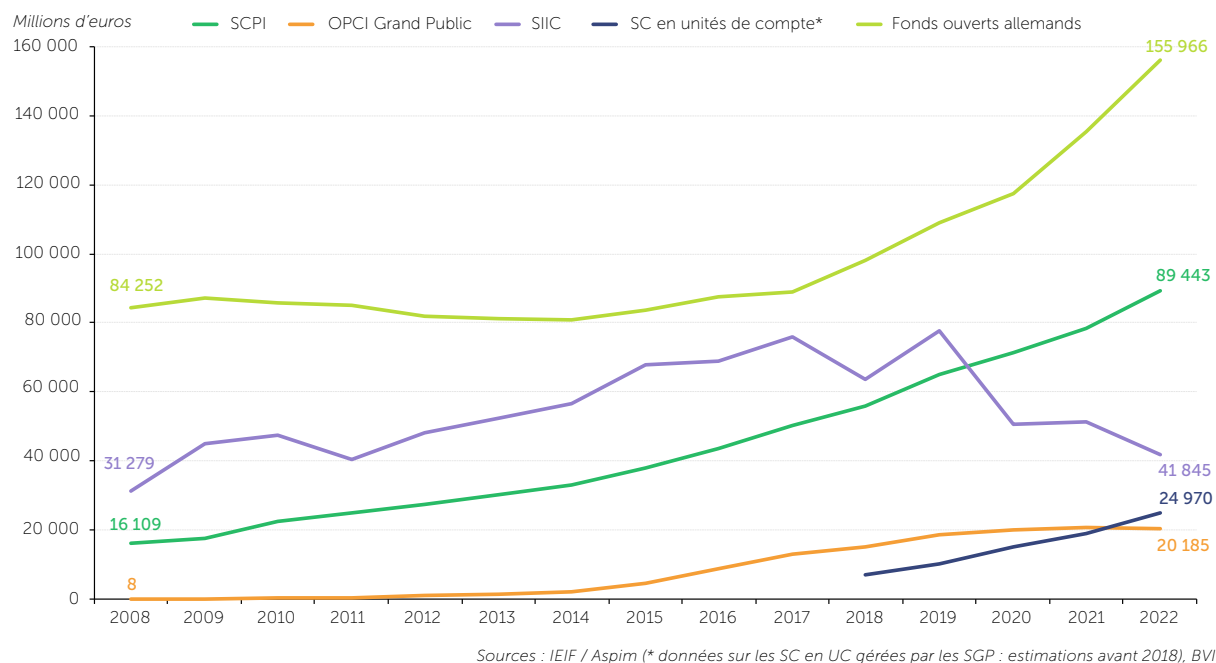
1. Le fort développement de la pierre papier

Au 31 décembre 2022, la pierre papier représente une capitalisation totale de 176 milliards d'euros. Au sein de ce périmètre – couvrant les SCPI, les OPCI Grand Public, les Sociétés civiles en unités de compte gérées par les sociétés de gestion et les SIIC –, les SCPI occupent la part la plus importante, avec une capitalisation d'un peu plus de 89 milliards d'euros. Les SCPI sont un placement plébiscité par les épargnants, parce que perçu comme sécurisé et délivrant une performance stable malgré un environnement économique incertain.

De manière générale, les véhicules immobiliers destinés aux particuliers se sont beaucoup développés au cours de la dernière décennie, l'offre s'est diversifiée, attirant un volume de collecte toujours plus conséquent d'année en année. Les performances se sont révélées robustes, soutenues notamment par les politiques monétaires expansionnistes qui ont permis l'appréciation de la valeur des actifs réels, dont celles de l'immobilier.

Ce développement doit s'accompagner d'outils de mesure et d'analyse du risque, ce corollaire de la performance, pour garantir l'adéquation entre les attentes des épargnants et les caractéristiques des produits dans lesquels ils investissent. Et ce, a fortiori alors que les rendements des placements financiers en général et immobiliers en particulier ont tendance à se contracter, compte tenu des évolutions actuelles du système économique (remontée des taux d'intérêt, croissance économique modérée et inflation durablement élevée), dans un contexte marqué par les défis du changement climatique et l'accélération des mutations sociétales.

Graphique 1 : Capitalisation des véhicules immobiliers destinés aux particuliers :



La capitalisation des SCPI a rapidement augmenté, notamment en 5 ans jusqu'à fin 2022 : elle a crû de 12 % en moyenne chaque année (elle a ainsi été multipliée par 2 en 6 ans).

Au 31 décembre 2022, ce sont 205 SCPI différentes qui composent le marché, parmi lesquelles 105 SCPI Immobilier d'entreprise et 100 SCPI d'Immobilier Résidentiel, fiscales et non fiscales. En l'espace de 5 ans, 50 nouvelles SCPI ont été créées, dont 35 SCPI Immobilier d'entreprise.

Tableau 1 : Carte d'identité des SCPI

Catégories	Année 2019	Année 2020	Année 2021	Année 2022
Collecte nette	8 556	6 035	7 419	10 196
Marché secondaire	1 019	1 254	1 299	1 428
Collecte brute	9 612	7 368	8 747	11 641
Capitalisation	65 097	71 210	78 413	89 443
Nombre de SCPI	192	197	197	205

Catégories	Nombre de SCPI	Part Collecte nette	Part Capitalisation	Taille unitaire moyenne
SCPI à prépondérance Bureaux	41	41 %	62 %	1 345
SCPI à prépondérance Commerces	23	5 %	7 %	278
SCPI à prépondérance Hôtels, tourisme & loisirs	4	0 %	0 %	105
SCPI à prépondérance Logistique & locaux d'activité	3	6 %	1 %	388
SCPI à prépondérance Santé & éducation	8	17 %	9 %	1 061
SCPI Diversifiées	25	29 %	15 %	530
SCPI Alternatifs	1	0 %	0 %	4
SCPI Résidentiel (non fiscale)	6	2 %	1 %	181
SCPI Résidentiels fiscaux	94	1 %	4 %	37
Total	205	10 196	89 443	

Source : IEIF.

Le marché des SCPI s'est considérablement développé, et n'est plus du tout le bloc monolithique qu'il était initialement. Si le patrimoine des SCPI est toujours majoritairement exposé aux marchés des bureaux, (pour rappel, à fin 2022, les bureaux représentent 63 % du patrimoine des SCPI Immobilier d'entreprise), il s'est peu à peu diversifié vers de nouveaux segments immobiliers comme la santé, la logistique, ou l'hôtellerie, mais aussi vers de nouvelles zones géographiques (zone euro, Royaume-Uni, pays de l'Est, Canada, ...) tout en bénéficiant de la possibilité d'utiliser l'effet de levier.

Fin 2022, 24 SCPI Immobilier d'entreprise dépassent 1 milliard d'euros de capitalisation et 7 véhicules dépassent même 3 milliards d'euros de capitalisation.

2. Les classifications des SCPI

Pour rendre compte de ces évolutions, les classifications des SCPI évoluent.

Initialement, 5 classifications étaient distinguées : immobilier de bureaux, immobilier de commerce, immobilier d'entreprise diversifié, immobilier d'entreprise spécialisé, logements, et logements avec avantage fiscal.

Cette classification s'est révélée n'être plus satisfaisante car d'après les parties prenantes (association professionnelle, sociétés de gestion), elle ne reflétait pas assez précisément la segmentation réelle des SCPI en termes de stratégies d'investissement, de niveau de risque et de levier. Pour disposer d'une segmentation économique plus explicite et permettant une meilleure comparabilité entre les véhicules, l'ASPIM a défini une nouvelle classification en juillet 2021 en fonction de la typologie prépondérante dans la stratégie immobilière :

- stratégie immobilière à prépondérance Bureaux,
- stratégie immobilière à prépondérance Commerces,
- stratégie immobilière à prépondérance Résidentiel,
- stratégie immobilière à prépondérance Logistique et locaux d'activités,
- stratégie immobilière à prépondérance Hôtels, tourisme, loisirs,

- stratégie immobilière à prépondérance Santé et éducation,
- stratégie immobilière à prépondérance Alternatifs pour toute autre typologie n'entrant dans aucune des propositions précédentes.

Une catégorie complémentaire « diversifiée » est également définie pour les SCPI cumulant deux conditions : mettre en œuvre une stratégie immobilière visant à investir sur au moins 3 classes d'actifs différentes et n'avoir aucune classe d'actifs qui dépasse 50 % de la valeur totale du patrimoine immobilier.

Le choix de stratégie prépondérante et donc de classification est de la responsabilité de la société de gestion.

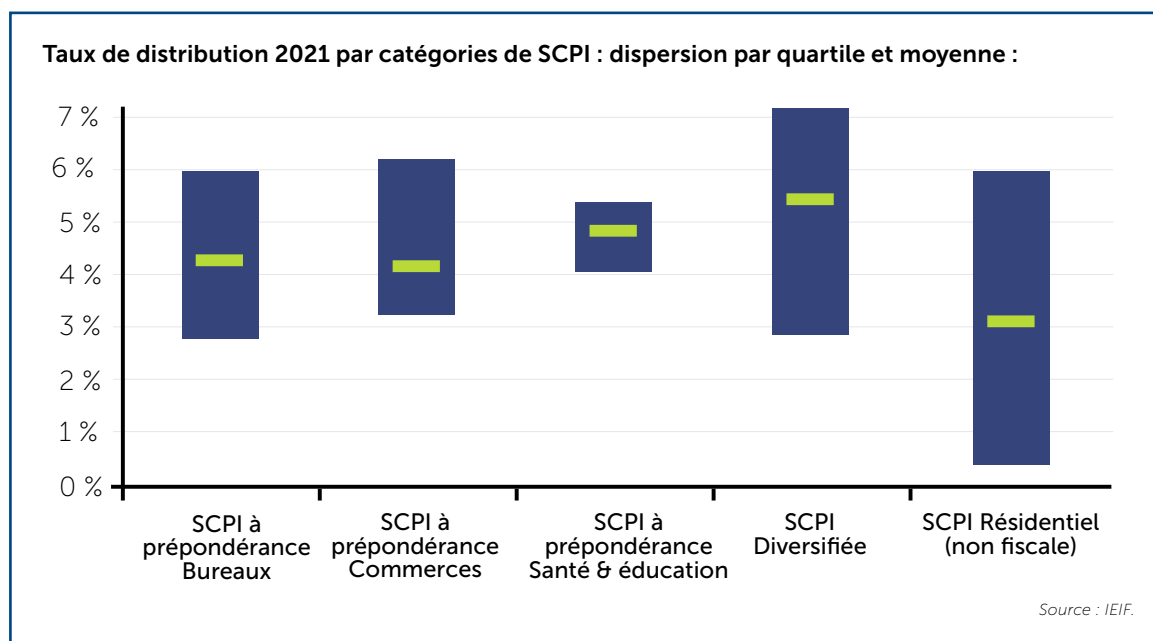
3. Les premières analyses de risque des SCPI

Au niveau de l'investisseur, le profil de rentabilité et de risque d'une SCPI est la résultante :

- de la stratégie d'investissement immobilier mise en place par le gérant : type d'immobilier, de source de création de valeur, de localisation, de gestion locative, de politique de maintenance,
- de la stratégie d'intermédiation du gérant : politique de report à nouveau, de distribution de plus-values, de commissionnement,
- de la stratégie de gestion du passif mise en place par le gérant (levier financier, type de capital fixe/variable, gestion du marché secondaire).

Prise individuellement, il est possible d'apprécier le risque d'une SCPI au travers de différents indicateurs : le taux d'occupation financier (TOF = différence entre le montant des loyers effectivement facturés et le total des loyers qui pourraient être facturés si les immeubles étaient entièrement loués), le niveau de la provision pour gros entretiens, le niveau du report à nouveau (RAN = part du résultat non distribué ou non mise en réserve (réserve légale ou réserve facultative)) ...

La difficulté réside dans la comparabilité des véhicules les uns par rapport aux autres. Lorsque l'on positionne les différentes SCPI en termes de performances par catégories économiques, il n'apparaît aucune échelle de risque discriminante.



De plus, la forte dispersion des performances au sein d'une même catégorie souligne l'hétérogénéité des SCPI, même quand, a priori l'allocation est similaire.

Le contexte actuel renforce même cette hétérogénéité. Avec le *repricing* en cours, si tous les portefeuilles immobiliers sont soumis à partir de 2023 aux corrections des valeurs de patrimoines, le recul est néanmoins variable en fonction de la localisation géographique et de la typologie des actifs détenus. Et désormais, même au sein d'une même typologie d'actifs, les marchés immobiliers sont particulièrement fragmentés. Les bureaux sont par exemple soumis à de multiples questionnements liés au développement du télétravail et du flex-office, ou encore à la nécessaire redéfinition des modèles en lien avec la révolution des usages : ainsi, entre d'une part des bureaux bien situés, c'est-à-dire centraux, bien connectés, répondant aux normes environnementales et disposant d'aménagements permettant une multiplicité de fonctions ou une capacité de transformation, et d'autre part des bureaux ne satisfaisant pas à l'un ou l'autre de ces critères, les corrections de valeur ne seront pas de la même ampleur, a fortiori pour des actifs vacants depuis longtemps. Cette fragmentation des marchés induit en effet que, même pour des véhicules aux allocations similaires, les performances peuvent être assez différentes.

En matière d'analyse de risque, la grille d'analyse selon la réglementation PRIIPS est une première étape. La réglementation européenne PRIIPS a pour ambition de capter le profil de risque au niveau de l'investisseur par une classe de risque harmonisée pour l'ensemble des actifs d'investissement et de capter le profil de rentabilité par des scénarios de performance harmonisés.

Tous les placements financiers, y compris les SCPI, sont soumis à la définition de cette classe de risque, une note comprise entre 1 et 7, entre le risque le plus faible (1) et le plus élevé (7).

Réglementation PRIIPS

Au sein de l'Union Européenne, des règles uniformes et standardisées ont été définies en matière de transparence, qui s'appliquent à tous les participants au marché des produits d'investissement afin de renforcer la protection des investisseurs non professionnels. Ces règles définissent notamment une norme commune en matière de documents d'informations clés dans tous les pays de l'Union Européenne pour l'ensemble des produits d'investissements, organismes de placement collectif, fonds d'investissement alternatifs, etc, qu'ils soient vendus directement ou par l'intermédiaire de contrats d'assurance. La réglementation n° 1286/2014, édictée le 26 novembre 2014 dite PRIIPS pour Packaged Retail Investment and Insurance-based Products stipule que les initiateurs des produits d'investissement, tels que les gestionnaires de fonds, les entreprises d'assurance, les établissements de crédit ou les entreprises d'investissement, sont responsables de la rédaction du document d'informations clés, DIC, relatif aux produits d'investissement qu'ils initient et doivent le fournir bien avant qu'une transaction ne soit conclue. Ce document est nécessaire pour que soit autorisée la commercialisation des produits entrant dans le champ d'application de PRIIPs. Ce document d'informations clés, dont le contenu et la forme sont normés, a pour but de permettre aux investisseurs de mieux comprendre et de comparer les différents supports de placement et d'identifier les risques, les coûts, les gains et pertes potentiels qui y sont associés. Le règlement PRIIPS est entré en vigueur en 2018 pour tous les placements financiers à l'exception des fonds d'investissement. Après avoir été plusieurs fois reportée pour ces derniers, la mise en place de la réglementation PRIIPS est effective depuis le 1^{er} janvier 2023.

Des normes techniques ont également été édictées par les autorités européennes de surveillance concernant la présentation, le contenu, le réexamen et la révision des documents d'informations clés. Elles visent à refléter précisément les politiques d'investissement des produits, ses objectifs et la manière de les atteindre dans un langage clair et compréhensible par les investisseurs particuliers, évitant l'usage de jargon et de terminologie financiers. Ces normes reposent entre autres sur un calcul du risque de marché et sur un calcul de scénarios de performance selon l'évolution des marchés (un scénario défavorable, un scénario intermédiaire, un scénario favorable, un scénario dit «de tensions»), l'ensemble réalisé à partir des caractéristiques des produits d'investissement et en particulier de l'observation historique de leur performance totale.

Précisément, la classe de risque de marché d'un produit d'investissement est déterminée en fonction de l'équivalent volatilité annuelle (VEV) d'une Value-at-Risk (VAR) de probabilité 97,5 % sur une durée de détention recommandée. La VAR est elle-même déduite de la volatilité, de l'asymétrie et de l'aplatissement de la distribution des rendements au travers du développement limité de Cornish-Fisher.

Textes de Référence :

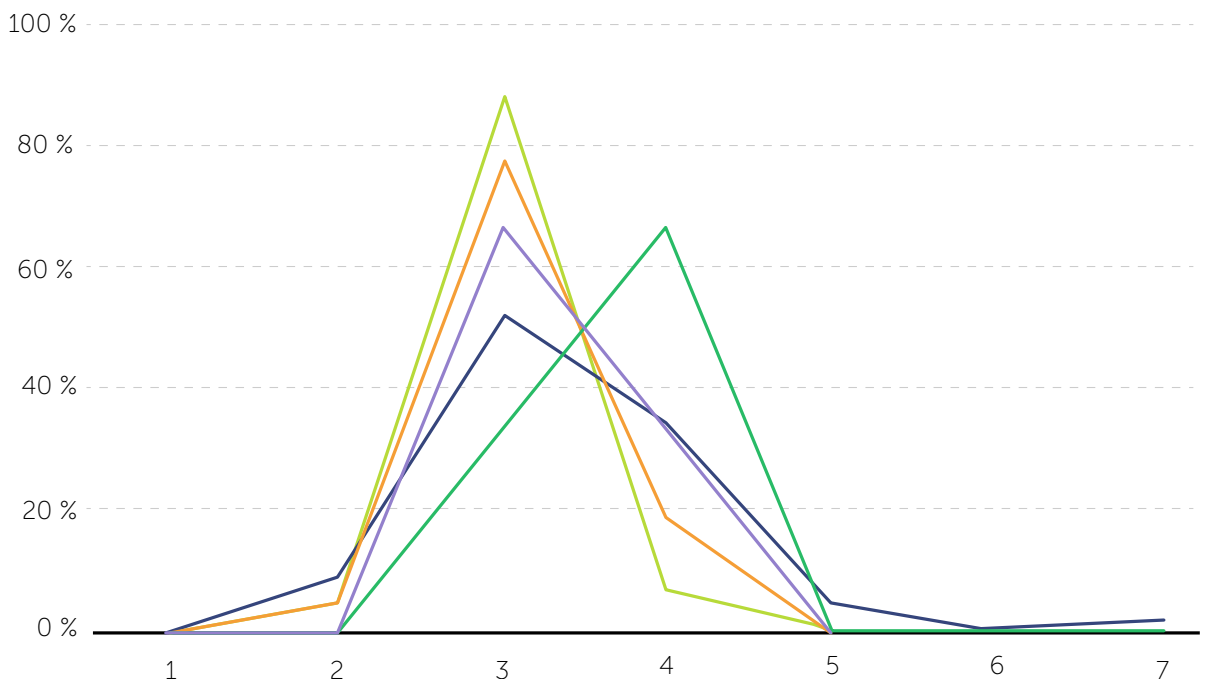
1. Règlement (UE) n°1286/2014 du Parlement et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (PRIIPS) : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R1286&from=FR>
2. Règlement délégué (UE) n° 2017/653 de la Commission complétant le règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (PRIIPS) par des normes techniques de réglementation concernant la présentation, le contenu, le réexamen et la révision des documents d'informations clés et les conditions à remplir pour répondre à l'obligation de fournir ces documents : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R0653&from=FR>
3. Règlement délégué (UE) de la Commission n° 2021/2268 portant modification des normes techniques du règlement n° 2017/653 : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R2268>

Seulement au sens de la réglementation Priips, la segmentation en classe de risque est relativement large du point de vue de l'« équivalent volatilité annuelle » déduit de la VaR 97,5 % sur l'horizon recommandé d'investissement : pour les SCPI, la classe de risque 2 correspond à l'intervalle 0,5 %-5 %, la classe de risque 3 à l'intervalle 5 %-12 % et la classe de risque 4 à l'intervalle 12 %-20 %.

Ainsi, au 31 décembre 2022, 75 % des SCPI en nombre sont en classe 3.

Cette échelle permet d'apprécier le risque des SCPI par rapport à d'autres placements, mais il ne nous semble pas suffisant pour apprécier le niveau de risque des SCPI les unes par rapport aux autres puisque la grille d'analyse n'est pas assez discriminante.

Répartition des classes de risque Priips par catégories de SCPI au 31 décembre 2022 :



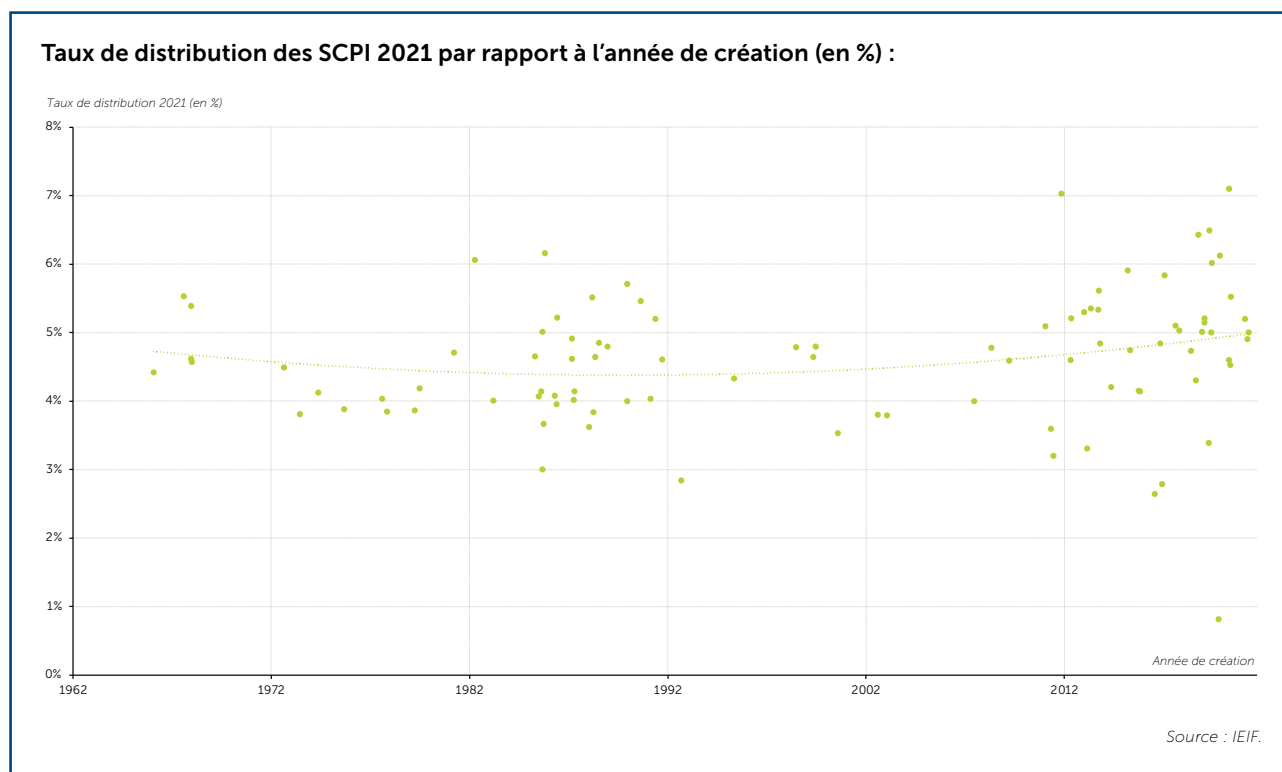
Source : IEIF.

4. La perception du risque du point de vue de l'épargnant

Il apparaît que **plusieurs idées reçues** concernant les SCPI perturbent encore la compréhension des mécanismes d'analyse de performance et de risque : ainsi par exemple, les performances de SCPI les plus élevées seraient généralement liées à leur taille ou seraient liées à leur ancienneté, ou encore, les SCPI ne pourraient pas baisser de valeur.

- Existe-t-il une prime de rendement selon l'ancienneté des SCPI ? La réponse est non.

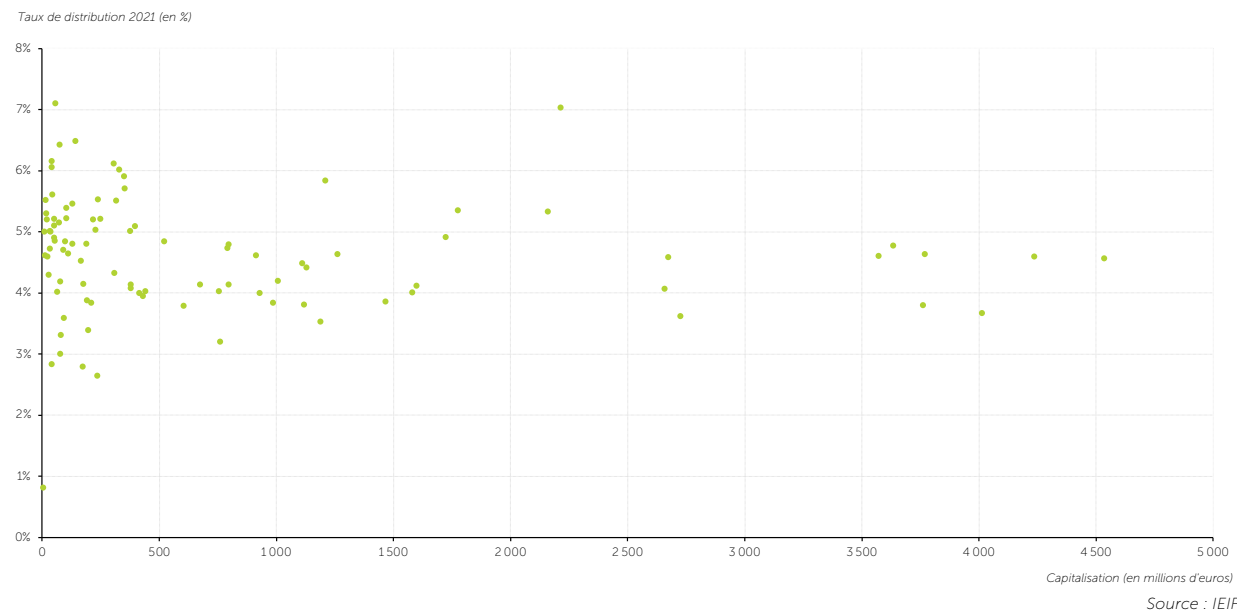
La répartition du nuage de points entre le taux de distribution de 2021 et l'année de création de la SCPI indique que les SCPI les plus anciennes et les plus récentes offrent les meilleurs rendements courants. A l'inverse, les SCPI créées dans les années 1990 – au moment de la dernière grande crise immobilière – offrent des performances moindres. La conclusion est la même quelle que soit la date de performance considérée : les performances des SCPI ne sont pas déterminées selon leur ancienneté.



- Existe-t-il une prime de rendement selon la taille des SCPI ? La réponse est non.

Si les SCPI dont la capitalisation est inférieure à 500 millions d'euros, semblent présenter un avantage en termes de rendement sur les SCPI dont la capitalisation est supérieure à plus de 1,5 milliard d'euros, la volatilité des premières est également plus élevée. La conclusion est la même pour toutes les périodes considérées. S'il est considéré qu'a priori, un véhicule de grande taille peut plus facilement se positionner à l'achat sur des actifs eux-mêmes de valeur élevée, considérés généralement comme plus résilients, il est aussi possible qu'une plus grande réactivité en matière d'investissement pour composer le patrimoine puisse jouer, ce qui n'est pas déterminée par la taille de la SCPI.

Taux de distribution des SCPI 2021 (en %) par rapport à la capitalisation (en millions d'euros) :



- Les SCPI ne présentent jamais de perte en capital ? La réponse est non.

Comme tout placement immobilier, les SCPI sont des véhicules de placement à envisager sur le long terme. Comme tout investissement, la performance de la SCPI est nécessairement liée à l'évolution des marchés immobiliers d'entreprise sur lesquels elle est investie. En fonction de sa stratégie d'investissement et de son univers de gestion, elle présente le risque de ne pas être investie de façon permanente sur les actifs immobiliers qui offrent les meilleurs rendements.

Le rendement en capital de l'indice Edhec-IEIF des SCPI immobilier d'entreprise est calculé à partir de l'évolution du prix des parts de SCPI. L'évolution de ce rendement en capital sur très longue période (1981-2022), montre que la crise immobilière des années 90 n'a pas épargné les SCPI et a entraîné un recul des valeurs particulièrement marqué : entre 1993 et 1998, les valeurs de parts de SCPI immobilier d'entreprise ont reculé de 40 %. Depuis, leurs valeurs ont été multipliées par plus de 2. La composante rendement en capital est la partie la plus volatil de la performance immobilière sur longue période, par rapport au rendement locatif.

Evolution du rendement en capital de l'indice Edhec-IEIF des SCPI Immobilier d'entreprise (données annuelles – base 1000 : 31/12/1980)



B. L'analyse financière des SCPI par l'IEIF

1. Remarques préliminaires

Les premiers travaux de l'IEIF sur les ratios financiers des SCPI ont été fait à partir de 1994.

Ces études annuelles portaient sur un échantillon restreint de 20 SCPI Immobilier d'entreprise, représentant les 3 principales catégories, bureaux, commerces et diversifiées des SCPI Immobilier d'entreprise. Etaient prises en compte les 7 premières capitalisations des SCPI bureaux, les 7 premières capitalisations des SCPI commerces et les 6 premières capitalisations des SCPI diversifiées au 31 décembre de chaque année. Par ailleurs pour affiner les analyses, des sous-échantillons étaient également constitués : SCPI par type d'actifs, par localisation géographique, par capitalisation et par le niveau de collecte pendant la période sous revue.

Les indicateurs retenus portaient sur un ensemble d'indices et de ratios financiers, pour mettre en évidence :

- l'évolution des valeurs de parts,
- la capacité des SCPI à générer du cash-flow,
- la gestion des immeubles proprement dite (ratios d'exploitation),
- les arbitrages concernant l'affectation du résultat net.

Ces résultats visaient à apporter un éclairage complémentaire quant aux activités immobilières, d'intermédiation et financières des SCPI.

Dans une démarche permanente de réflexions sur les SCPI, l'IEIF a élaboré une nouvelle grille d'évaluation de l'ensemble des ratios financiers pour analyser le risque de toutes les SCPI Immobilier d'entreprise selon un standard institutionnel.

Dans ce cadre, plusieurs catégories de risques sont identifiées et se déclinent pour l'immobilier selon les critères suivants :

1. **Risque de marché** : par nature, le risque de marché est le risque engendré par des événements imprévus affectant la valeur des actifs, le plus important concerne le risque de concentration sur un marché ou une typologie d'actifs : les investissements sont soumis aux risques inhérents à la détention et à la gestion d'actifs immobiliers mais aussi à la conjoncture économique qui pourrait affecter le marché immobilier local ou national. Par ailleurs, parmi les risques de marché, on définit également le risque de change (pour les actifs localisés en dehors de la zone euro), le risque de volatilité et de taux sur les emprunts.
2. **Risque de crédit** : également appelé « risque de contrepartie » sur les marchés financiers, le risque de crédit correspond à l'incertitude relative à la possibilité (ou à la volonté) d'un débiteur de rembourser tout ou partie de son crédit à son créancier, et ce, aux échéances prévues par les contrats.
3. **Risque de liquidité** : extraits de la note « Les outils de gestion de la liquidité des SCPI à capital variable » par Pierre Schoeffler, S&Partners pour le compte de l'ASPIM : le risque de liquidité d'un fonds d'investissement ouvert est défini comme le risque qu'une position dans le portefeuille ne puisse être cédée, liquidée ou clôturée pour un coût limité et dans un délai suffisamment court, compromettant ainsi la capacité du fonds à se conformer à tout moment à l'exigence d'émission et de rachat à la demande des investisseurs. Par nature, les fonds ouverts sont exposés au risque de transformation de la liquidité entre l'actif et le passif du fonds. La gestion de ce risque est une préoccupation majeure des sociétés de gestion afin d'assurer la liquidité annoncée à l'investisseur dans le respect des principes fondamentaux d'égalité de traitement entre les investisseurs et d'intégrité des marchés. Les périodes de crise créent des tensions sur la liquidité de tous les marchés et provoquent des vagues de retraits des fonds d'investissement, quelle que soit leur nature. Les fonds ouverts sont par essence particulièrement vulnérables de par l'organisation de la liquidité de leur passif qui repose sur le rachat par le fonds des parts des investisseurs désireux de retrouver une certaine liquidité. Or durant les crises, les marchés sont affectés à la fois en termes d'anticipation de baisse de valeurs mais aussi d'assèchement des transactions rendant incertaines les valorisations. »

4. **Risque opérationnel** : il couvre plusieurs dimensions dont celles du risque technique, du risque physique du patrimoine immobilier (dégradations, obsolescence, ...), du risque lié à la gestion immobilière (recouvrement des loyers et des charges, vacance, travaux,...). Ces dimensions sont modulées en fonction de la localisation, de la qualité du bâtiment et de la flexibilité de ses usages et sont également impactés par les exigences d'efficacité énergétique dans la lutte contre le réchauffement climatique.
5. **Risque ESG & ISR** : il s'agit du risque climatique physique (tempête, inondation, ...), des risques liés à la santé (pollution des sols, plomb, amiante,...), à la sécurité et du risque de gouvernance dans les relations entre les occupants et les fournisseurs.

Le fonds de remboursement des SCPI :

Si le nombre de parts en attente de retrait est durablement supérieur aux souscriptions, la société de gestion peut mettre en place un fonds de remboursement destiné à contribuer à la fluidité du marché des parts.

L'assemblée générale annuelle autorise la mise en place d'un fonds de remboursement mais c'est la société de gestion qui décide de sa mise en place et du niveau de sa dotation. Les sommes allouées à ce fonds proviennent du produit de la cession d'éléments du patrimoine locatif ou de bénéfices affectés lors de l'approbation des comptes annuels. Les liquidités affectées au fonds de remboursement sont destinées au seul remboursement des associés.

L'associé qui accepte la vente de ses parts via le fonds de remboursement accepte également une sortie à un prix décoté de maximum moins 10 % de la valeur de réalisation. La valeur de réalisation est égale à la somme de la valeur vénale des immeubles et de la valeur nette des autres actifs de la société (actifs financiers). Il ne s'agit que d'une proposition de sortie faite à l'associé, celui-ci peut accepter ou refuser cette proposition. La sortie des associés se fait chronologiquement en fonction de leur ancienneté dans le carnet d'ordres et dans la limite de la dotation du fonds de remboursement par la SCPI.

2. Univers étudié

Les travaux effectués en 2022 et 2023 par l'IEIF et Pierre Schoeffler reposent sur un échantillon de 87 SCPI investies en immobilier d'entreprise.

Chiffres clés de l'échantillon étudié (en millions d'euros, au 31 décembre 2021)

Catégories	Collecte nette	Marché secondaire	Collecte brute	Capitalisation	Nombre
SCPI à prépondérance Bureaux	3 295	974	4 283	49 902	40
SCPI à prépondérance Commerces	180	98	293	5 871	20
SCPI Diversifiées	1 369	154	1 525	9 826	17
SCPI à prépondérance Santé & éducation	1 786	40	1 826	6 676	5
SCPI à prépondérance Logistique & locaux d'activité	279	4	283	575	2
SCPI à prépondérance Hôtels, tourisme & loisirs	1	3	4	391	3
Echantillon 87 SCPI Immobilier d'entreprise	6 910	1 272	8 214	73 240	87

Source : IEIF.

3. Présentation de la méthode

Pour appréhender le risque des SCPI, trois éléments de gestion de la SCPI sont étudiés :

- L'actif immobilier : pour le caractériser, 15 ratios ont été répertoriés dont la dispersion du patrimoine par segments ou par localisation, la valeur vénale du patrimoine, la surface du patrimoine, le TOF, ...
- L'intermédiation : 5 ratios différents sont analysés : collecte nette, commissions de gestion, montant du dividende versé au titre de l'année, report à nouveau et plus ou moins-values de cession.
- Le passif financier : 21 attributs sont étudiés parmi lesquels la date de création, le type de capital, les provisions pour grosses réparations, les provisions pour créances douteuses, le taux de distribution, le TRI 5 ans, la classe de risque Priips, le marché secondaire, la capitalisation, ...

Pour chacune des SCPI analysées 41 attributs (ou ratios de gestion) ont ainsi été répertoriés à partir des données sur longue période (certains indicateurs sont en effet des progressions sur 5 ans par exemple). La méthode statistique utilisée est celle de l'analyse en composantes principales (ACP) avec une classification automatique.

Principes de la méthode de l'Analyse en Composantes Principales (ACP) :

L'analyse en composantes principales (ACP) est un outil de compression et de synthèse de l'information, pour traiter et interpréter d'une somme importante de données quantitatives. L'ACP est une analyse factorielle, qui produit des facteurs (ou axes principaux) qui sont des combinaisons linéaires des variables initiales, hiérarchisées et indépendantes les unes des autres. Plutôt que d'effectuer une représentation cartographique pour chacune des variables retenues dans l'étude offrant des informations souvent récurrentes et redondantes, le calcul de quelques composantes principales concentrant l'essentiel de l'information contenue dans la matrice - ou tableau - de données de départ permet de distinguer très clairement les grandes tendances de l'organisation spatiale de l'espace étudié.

Concrètement, des SCPI synthétiques sont générées et intitulées « composantes principales ». La première composante principale est une combinaison linéaire des 87 SCPI originales qui saisit la variation la plus importante dans les attributs. Ce composant indique quelles SCPI contribuent le plus à la variation globale des attributs.

La deuxième composante principale est une autre combinaison linéaire des 87 SCPI originales qui capture la variation restante dans les attributs qui n'a pas été expliquée par la première composante. Cet axe est orthogonal ou indépendant de la première composante principale, ce qui signifie qu'il capture un aspect différent des attributs. L'analyse continue de créer de plus en plus de composantes principales, chacune capturant de moins en moins de variations. La dernière composante principale, la 87ème, explique très peu la variation des attributs. Il s'agit alors de projeter les 87 SCPI sur les deux ou trois premières composantes principales pour expliquer la grande majorité de la variation dans les attributs. Pour ce faire, on calcule la corrélation entre chaque SCPI et ces composantes principales, ce qui donne les coordonnées de la projection.

Ensuite, la mise en œuvre d'une classification automatique permet de définir des groupes (clusters) de SCPI qui se ressemblent par la proximité de leurs attributs. Pour ce faire, la notion de distance entre SCPI est utilisée : elle correspond à la distance euclidienne dans l'espace à 41 dimensions des attributs. Une partition est créée en un certain nombre de groupes, deux à deux disjoints et dont la réunion correspond à l'ensemble des 87 SCPI. Pour ce faire, on part d'une partition en autant de groupes qu'il y a de SCPI, puis on agrège progressivement les groupes en faisant en sorte de minimiser la distance entre les SCPI à l'intérieur des groupes (l'inertie intra-groupe) et de maximiser la distance entre les centres de gravité des groupes (l'inertie inter-groupe). Une fois les groupes obtenus, on les visualise en projection sur les deux ou trois premières composantes principales. On calcule enfin les attributs moyens propres à chaque groupe, que l'on compare aux attributs moyens de l'ensemble des 87 SCPI, ce qui permet de relier les groupes à un ensemble d'attributs s'écartant de la moyenne de l'ensemble.

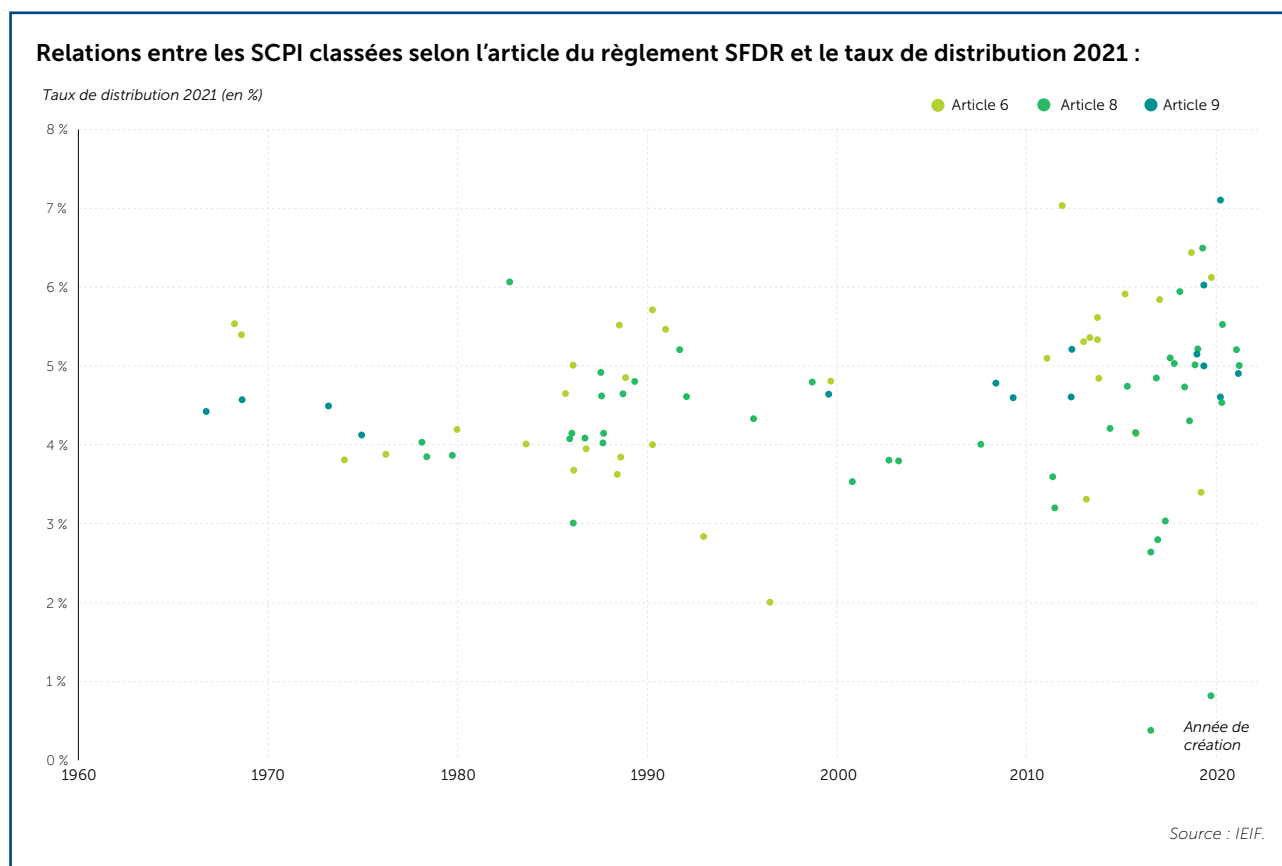
A partir de ces analyses en composantes principales (ACP) avec classification automatique, appliquées à l'espace de plus de 40 dimensions correspondantes chacune à des attributs, ou ratios de gestion, il est possible de définir des groupes ou clusters de SCPI qui se ressemblent par la proximité de leurs attributs et par des comportements homogènes de ces groupes sur longue période. Certaines combinaisons de ces attributs se révèlent en effet structurantes pour classer les SCPI en catégories qui présentent des comportements homogènes en matière de performance et de risque.

4. Premiers résultats de l'étude

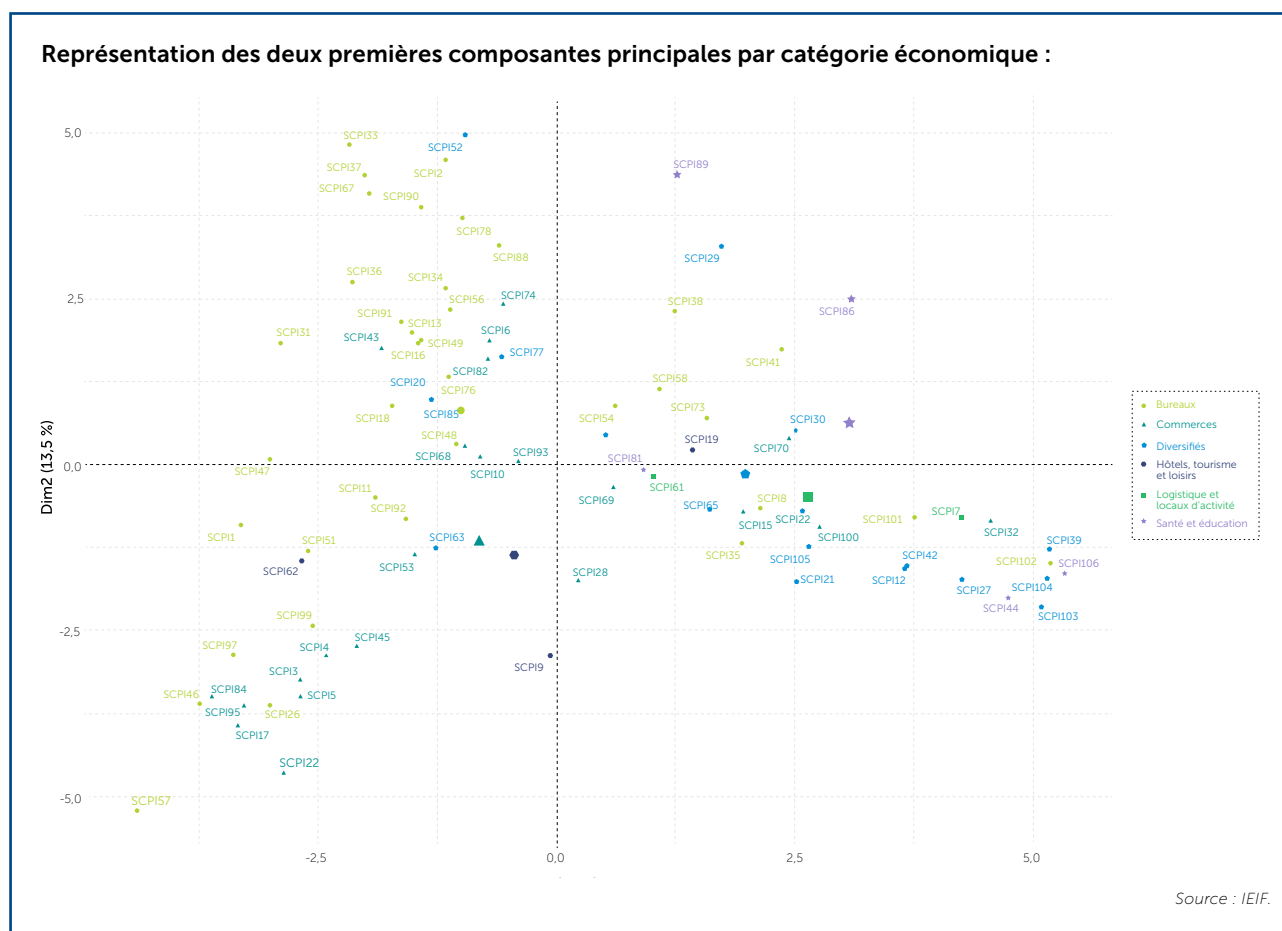
L'application de cette démarche d'analyses confirme de manière statistiquement robuste que les classifications aujourd'hui disponibles ne sont pas suffisamment structurantes, y compris les classifications réglementaires.

1. La classification selon les articles 6, 8 et 9 du règlement SFDR, *Sustainable Finance Disclosure Regulation* ne forment pas des catégories suffisamment structurantes. Les SCPI qui sont réunies dans la catégorie de l'article 6 sont des SCPI dont les investissements immobiliers ne prennent pas en compte les critères de l'Union européenne en matière d'activités économiques durables sur le plan environnemental et social. Celles dans la catégorie de l'article 8 sont des SCPI qui font la promotion de caractéristiques environnementales et sociales et dont les investissements réalisés appliquent des pratiques de bonne gouvernance. La catégorie de l'article 9 réunit les SCPI qui ont un objectif quantifié en matière d'investissement durable.

Néanmoins, il convient de souligner que cet attribut n'a pas été pris en compte dans l'étude statistique, il relève d'une notation environnementale qui jouera sans doute un rôle de plus en plus important à l'avenir. Les travaux vont se poursuivre pour prendre en compte cette classification comme une nouvelle dimension à introduire.

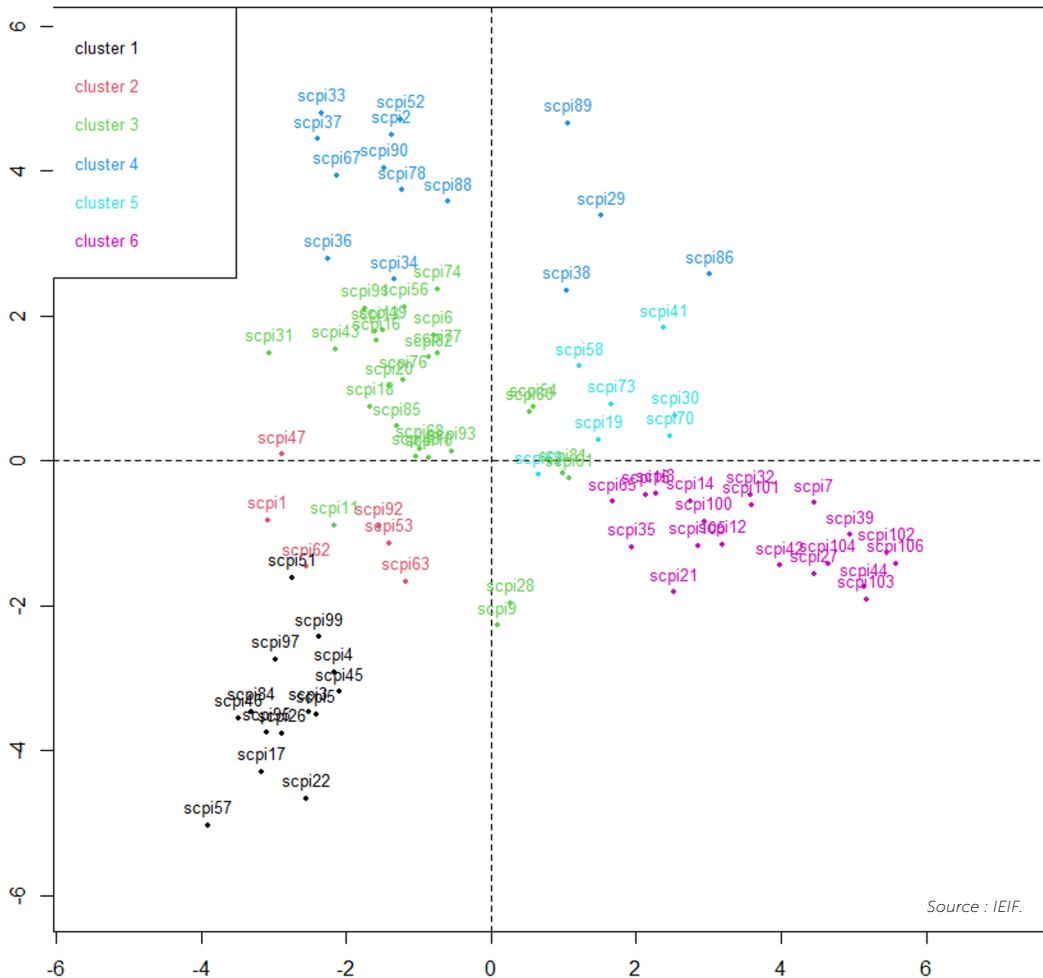


2. L'analyse ACP avec classification automatique, appliquées à l'espace de plus de 40 attributs aux SCPI classées selon la classification économique du patrimoine immobilier détenu par les SCPI confirme qu'elle n'est pas non plus structurante. Aucun groupe ne semble visuellement homogène dans la représentation graphique des résultats



Les premiers travaux ont montré que l'échantillon des 87 SCPI investies en immobilier analysés se répartissent en 6 catégories dans lesquelles les SCPI présentent des caractéristiques homogènes.

Décomposition en 6 clusters - projection des SCPI sur les deux premières composantes principales



Cluster 1 : « Les volatiles »

Les SCPI de ce groupe présentent les caractéristiques communes suivantes :

- Capital fixe
- Création ancienne
- Capitalisation faible
- Volatilité élevée de la valeur de part et de la valeur de réalisation

Cluster 2 : « Les plus-values »

Les SCPI de ce groupe présentent les caractéristiques communes suivantes :

- Report à nouveau et plus ou moins-values de cession élevées
- Progression moyenne élevée des valeurs de réalisation et des valeurs de parts
- TRI élevé
- Rendement courant bas

Cluster 3 : « Les paquebots liquides »

Les SCPI de ce groupe présentent les caractéristiques communes suivantes :

- Forte dispersion géographique du patrimoine
- Capitalisation élevée
- Marché secondaire animé
- Faible collecte
- Rendement courant bas

Cluster 4 : « Les paquebots sécurisés »

Les SCPI de ce groupe présentent les caractéristiques communes suivantes :

- Patrimoine élevé
- Forte dispersion géographique du patrimoine
- Faible volatilité de prix des parts
- Rendement courant bas

Cluster 5 : « Les dynamiques à la peine »

Les SCPI de ce groupe présentent les caractéristiques communes suivantes :

- Création récente
- Concentration géographique du patrimoine
- Valeur moyenne des actifs élevés
- Rendement courant faible

Cluster 6 : « Les dynamiques à succès »

Les SCPI de ce groupe présentent les caractéristiques communes suivantes :

- Faible nombre d'actifs
- Progression élevée et volatile des revenus locatifs
- Forte collecte
- Rendement courant élevé

Pour les travaux à venir, les intitulés de ces catégories pourront faire l'objet de modifications.

Conclusion

Cette évaluation de risque des SCPI élaborée par Pierre Schoeffler avec l'IEIF, à partir d'attributs définissant des catégories homogènes de véhicules, appelle d'autres études complémentaires plus exhaustives comme la vérification de la fiabilité sur longue période des différents *clusters* et la stabilité des SCPI à l'intérieur de ces mêmes *clusters*.

Une approche plus fine est souhaitable par la création d'indicateurs encore plus élaborés afin de trouver de nouveaux axes d'analyses et améliorer la transparence des SCPI quant à leur niveau de risque en cette période d'inquiétudes liées au retournement du cycle immobilier et à la baisse des valeurs d'expertise.

Ces travaux se poursuivent pour approfondir encore les résultats mais l'enjeu d'une telle démarche réside dans la mise à disposition d'une grille d'analyse la plus pertinente et la plus lisible possible pour l'ensemble des parties prenantes (porteurs de part, sociétés de gestion et régulateurs) et le secteur des SCPI ne peut que bénéficier de cette plus grande transparence en matière d'analyse de performance et de risque.

La série « Focus »

La série d'études « Focus » fait partie de la collection éditoriale de l'IEIF « Les analyses ». Cette collection vous propose des analyses argumentées proches des préoccupations du moment dans un format pratique.

Les « Focus » sont des parutions synthétiques portant sur une grande diversité de thèmes traités par l'IEIF en croisant plusieurs points de vue : marchés immobiliers, véhicules cotés ou non cotés, économie,...

À propos de l'IEIF

Créé en 1986, l'IEIF est un centre d'études, de recherche et de prospective indépendant spécialisé en immobilier. Son objectif est de soutenir les acteurs de l'immobilier et de l'investissement dans leur activité et leur réflexion stratégique, en leur proposant des études, notes d'analyses, synthèses et clubs de réflexion.

L'approche de l'IEIF intègre l'immobilier à la fois dans l'économie et dans l'allocation d'actifs. Elle est transversale, l'IEIF suivant à la fois les marchés (immobilier d'entreprise, logement), les fonds immobiliers (cotés : SIIC, REIT ; non cotés : SCPI, OPCI, FIA) et le financement.

L'IEIF compte aujourd'hui plus de 140 sociétés membres. Il s'appuie sur une équipe de 24 personnes, dont 9 chercheurs associés. Il dispose de nombreuses bases de données économiques, financières et immobilières, dont certaines ont plus de 40 ans d'historique.



13, avenue de l'Opéra, 75001 - Paris.
Tél. : 01 44 82 63 63
Email : info@ieif.fr
Website : www.ieif.fr