

Les investissements immobiliers dans la perspective des critères ESG

Prof. Philippe Thalman, EPFL, 31.08.2021

Introduction: Comment utiliser les critères ESG pour la gestion du portefeuille immobilier, en 10 questions et 10 réponses.

Q1: Les critères ESG dans le cas d'immeubles, c'est quoi?

E = environnement. En général, la performance énergétique (Minergie), mais de plus en plus on regarde aussi le mix énergétique, les émissions de CO₂, l'énergie grise, le flux de matières, les autres impacts environnementaux comme la biodiversité. C'est clairement sur cette dimension que les systèmes de rating sont les plus développés. On peut aussi s'inspirer des écoquartiers.

S = social. Confort, santé et sécurité des usagers. Aussi, offrir des logements répondant aux besoins d'une population mal servie par ailleurs. Accueillir des commerces qui répondent aux besoins de la population locale. Atteindre une certaine mixité sociale des habitants.

G = gouvernance. Qu'est-ce que cela signifie dans le cas d'immeubles? S'il s'agit d'investissements indirects, de participations à des fonds immobiliers ou autres, on peut évaluer la gouvernance de l'organe de gestion. Pour les investissements directs, il s'agit surtout de faire attention au propriétaire auquel on achète un immeuble et aux intermédiaires (mot-clé: blanchiment). La *due diligence* va vérifier ces conditions. On pourra ensuite s'intéresser aux pratiques de la gérance. Si c'est du locatif commercial, on pourrait encore s'intéresser au comportement des sociétés locataires. Acheter un immeuble occupé avec un contrat de bail de long terme par un marchand d'armes ou un établissement érotique pourrait poser problème. Certains investisseurs n'aimeraient pas être investis dans un casino.

Le G est clairement le parent pauvre pour l'évaluation ESG d'immeubles détenus en direct. Dès lors, on peut aussi bien utiliser un système d'évaluation basé sur le développement durable (environnement – société – économie) tel que le Standard de Construction Durable Suisse (SNBS) du Réseau Construction durable Suisse NNBS, ou le système allemand de certification de la durabilité DGNB proposé en Suisse par la Société Suisse pour un Marché Immobilier Durable (SGNI), ou encore le modèle ESI du CCRS, plutôt qu'un système d'évaluation ESG.¹

¹ GRESB Real Estate Assessment (<https://gresb.com/gresb-real-estate-assessment/>), Inrate...

Q2: Pourquoi faire intervenir des critères ESG dans la gestion du portefeuille immobilier?

- (1) Motivation noble, altruiste: assumer ses responsabilités pas seulement vis-à-vis de ses actionnaires ou assurés (*shareholders*), mais plus largement vis-à-vis de la société et des générations futures (*stakeholders*). Dans ce cas, les critères ESG représentent une véritable exigence lors du choix des actifs, donc une contrainte qui réduit, la performance du portefeuille, au moins en théorie. Mais on l'accepte, puisqu'on poursuit encore d'autres objectifs que seulement la performance. Cela peut poser problème pour les institutions de prévoyance qui interprètent étroitement les articles 71 LPP et 51 OPP.²
- (2) Souvent les critères ESG sont utilisés pour choisir entre actifs qui ont le même profil risque-rendement. Dans ce cas, prendre en compte ce critère ne change rien aux indicateurs financiers.
- (3) Souci de réputation: éviter d'être cloué au pilori pour un grave défaut environnemental, social ou de gouvernance.
- (4) Les critères ESG comme indicateurs de risques (→ performance améliorée); sauf si tous les acteurs du marché font la même chose, dans ce cas, le risque réduit implique aussi un rendement plus faible. C'est quand même utile si l'institution s'est dotée d'un "budget risque"

La prochaine série de questions porte les manières d'appliquer les critères ESG à l'achat de biens immobiliers

Q3: Chaque bien immobilier doit-il avoir un bon score ESG?

Ou suffit-il qu'il y ait une certaine proportion de "bons" immeubles? Une qualité moyenne suffisante? En admettant, p.ex., que 10% de la population a besoin d'un logement à loyer modéré, on remplit le critère social avec 10% de logements à loyer modéré dans son portefeuille. En admettant que les émissions de CO2 ne devraient pas dépasser 25 kg par m², on remplit un important critère environnemental si la moyenne du portefeuille ne dépasse pas cette limite.

Si la raison d'appliquer les critères ESG est le sens des responsabilités ou le désir de réduire les risques, un bon score moyen suffit. En revanche, si le motif est de

² En fait, l'article de référence, l'art. 71 ch. 1 LPP, ne dit pas cela mais: "Les institutions de prévoyance administreront leur fortune de manière à garantir la sécurité des placements, **un rendement raisonnable**, une répartition appropriée des risques et la couverture des besoins prévisibles de liquidités." La seule chose qu'on peut en déduire, c'est que l'IP ne peut pas choisir de renoncer à des rendements. On cite souvent aussi l'article 51 OPP2: "L'institution de prévoyance doit tendre à un **rendement correspondant aux revenus réalisables sur le marché** de l'argent, des capitaux et des immeubles." Cela nécessite de se comparer aux benchmarks, mais l'institution peut choisir ses benchmarks, qui peuvent inclure des investissements responsables.

protéger sa réputation, il faut faire attention de n'avoir aucune pomme pourrie dans le panier.

Q4: Le score ESG doit-il être bon sur tous les critères?

Considérons un immeuble particulier: son score ESG peut être bon parce qu'il est bon sur tous les critères ou parce qu'il est tellement bon sur certains critères que cela compense les mauvaises notes sur d'autres critères. Est-ce qu'il suffit de regarder le score moyen?

Il y a là deux sous-questions:

- (1) La compensation est-elle possible? Peut-on accepter une passoire énergétique si les appartements sont très bon marché? Pas de réponse simple. Peu d'immeubles sont excellents sur tous les critères, donc ce serait beaucoup demander. De plus, certains critères s'opposent, comme dans mon exemple: améliorer la performance énergétique obligerait à augmenter les loyers. Chaque organe responsable d'un portefeuille immobilier doit décider s'il accepte la compensation, en fonction des raisons pour lesquelles il prend en compte des critères ESG. Le plus prudent est d'accepter la compensation, tout en fixant une note minimale à atteindre pour chaque critère important.
- (2) Est-ce que tous les critères ont la même importance? Souvent, on peine à prioriser les critères, donc ils reçoivent tous la même importance. La dimension mesurée par le plus nombre d'indicateurs domine les autres. C'est typiquement la dimension environnementale. Je renvoie à la littérature sur l'évaluation multi-critères, par exemple pour la passation des marchés.

Je relève que les systèmes indicateurs ne laissent pas toujours le choix à l'utilisateur de pondérer les critères à sa guise. Les pondérations sont alors fixées par des "experts" de façon à refléter une appréciation "objective", par le "marché", de ce qui est le plus important. Cela a l'avantage de la comparabilité entre portefeuilles. Si chaque propriétaire applique ses propres critères, barèmes et pondérations, il devient difficile pour des externes d'apprécier les scores ESG ainsi obtenus.

Q5: Peut-on encore acheter des immeubles au score ESG médiocre?

... ou faut-il n'acheter que des immeubles qui atteignent un score ESG minimal?

En achetant de "bons" immeubles qui existent déjà, on améliore la moyenne ESG de son parc immobilier, mais on ne fait rien pour l'intérêt général. Le "bon" immeuble a juste changé de mains, il n'est pas devenu meilleur. Il est surtout devenu plus cher!

Cela pourrait quand même avoir un effet favorable, si celui qui l'a vendu réinvestit le produit de la vente dans quelque chose de bien à l'aune des critères ESG. Ou si en achetant un "bon" immeuble, on encourage les promoteurs à construire plus de "bons" immeubles.

On fait beaucoup plus pour l'intérêt général en achetant des immeubles dont le score ESG est mauvais et en les améliorant.

Cette discussion correspond à celle qui divise les défenseurs du climat par rapport aux investissements dans les entreprises: *engage or divest?* Les actionnaires peuvent-ils rendre une entreprise vertueuse, ou feraient-ils mieux de ne pas y investir, en espérant qu'en la boudant on la fera changer ou disparaître? Dans le cas de l'immobilier, l'engagement est plus facile et crédible, parce que l'investisseur est le propriétaire unique et contrôle largement le destin de l'actif. Encore faut-il qu'il ait les moyens en ressources humaines et financières pour améliorer l'immeuble...

Q6: Faudrait-il acheter de façon ciblée des immeubles à améliorer?

Pensons par exemple à un immeuble mal entretenu, mauvais sur les indicateurs environnementaux, qui utilise aussi mal le potentiel constructif, donc gaspille le sol. Acheter un tel immeuble, c'est se lancer réellement dans une opération immobilière, puisqu'on paie pour son potentiel de hausse des loyers après l'avoir vidé, rénové ou reconstruit, et reloué beaucoup plus cher. Ce n'est plus du *buy and hold*, mais du *buy, improve and hold* ou même *buy, improve and sell*.

Malheureusement, une telle opération représente un gros risque réputationnel. Donc acheter un immeuble à faible ESG pour l'améliorer peut être problématique, car le prix reflète le potentiel d'une rénovation "dure", alors que ESG voudrait plutôt une rénovation "douce".

Q7: Que se passe-t-il si tous investissent selon les critères ESG?

Le premier effet sera de faire monter le prix des "bons" immeubles et baisser le prix des "mauvais" immeubles.³ A se demander s'il ne faudrait pas alors justement acheter les immeubles aux pires scores ESG, à contre-courant du marché, puisqu'ils sont vendus avec une décote, donc ils offrent un meilleur rendement.

Cela peut fonctionner si on a déjà un très bon score ESG sur l'ensemble de son portefeuille. Ou alors si on se fiche du score ESG. Mais attention, même dans ce cas-là: il deviendra de plus en plus difficile de revendre ce genre d'immeubles.

³ Un bon score ESG est souvent interprété comme un risque moindre et/ou potentiel de plus-value plus élevé. Les investisseurs paient un prix plus élevé pour un tel actif, ce qui fait baisser le rendement sur le capital investi.

La dernière série de questions porte sur les manières d'appliquer les critères ESG dans la gestion des biens immobiliers qui sont déjà dans le portefeuille

Q8: Comment améliorer le score ESG d'un immeuble?

J'ai évoqué le problème des objectifs contradictoires. Améliorer la performance environnementale requiert souvent des investissements qui donnent droit à une hausse des loyers. Le lien n'est pas automatique, mais si on applique strictement le droit du bail, on se retrouve souvent avec des hausses de loyers qui dépassent ce que les usagers économisent en charges courantes (chauffage, eau chaude, électricité). Le problème est bien connu.

Il est peut-être un peu exagéré. D'abord, de nombreux propriétaires n'ont pas abaissé les loyers en proportion de la baisse des taux d'intérêts, donc ils pourraient financer l'assainissement énergétique sans augmenter les loyers, surtout avec les subventions. Ensuite, l'huile de chauffage pourrait devenir plus chère, donc l'intérêt du locataire à habiter dans un immeuble performant augmente.

C'était juste un exemple. Beaucoup de choses peuvent être faites pour améliorer la performance ESG d'un immeuble. Il existe de nombreux guides pour cela, de personnes qui offrent leurs conseils. Cela rend juste la gestion immobilière plus intéressante que de simplement encaisser les loyers et payer les factures, gérer la rotation des locataires et les travaux de réparation nécessaires.

Q9: Faut-il améliorer le score ESG en appliquant plus strictement le droit du bail?

J'aborde ce point, parce que c'est un moyen assez simple et sûr d'augmenter le score social, mais qui est en même temps directement contraire à l'objectif de rendement.⁴ Est-ce qu'une institution de prévoyance a le droit de renoncer ainsi à du rendement? Non, si on en croit l'article 51 OPP2: "L'institution de prévoyance doit tendre à un rendement correspondant aux revenus réalisables sur le marché de l'argent, des capitaux et des immeubles." Un loyer procurant un rendement excessif au sens du CO correspond aujourd'hui clairement à un revenu réalisable dans un grand nombre de marchés locaux. Le CO ne prévoit pas d'obligation de l'abaisser. Il donne seulement la possibilité au locataire de demander une baisse du loyer.⁵ De

⁴ Autre exemple: accorder des baisses de loyer aux locataires commerciaux frappés par la crise COVID.

⁵ Art. 270a CO: "Le locataire peut contester le montant du loyer et en demander la diminution pour le prochain terme de résiliation, s'il a une raison d'admettre que la chose louée procure au bailleur un rendement excessif au sens des art. 269 et 269a, à cause d'une notable modification des bases de calcul, résultant en particulier d'une baisse des frais."

nombreux instituts de prévoyance interprètent ces deux dispositions légales de façon pragmatique: si le locataire demande une baisse de loyer justifiée, nous la lui accordons, sinon, nous ne bougeons pas. A mon avis, pratiquer le ESG consiste dans ce cas à accorder les baisses de loyer dans tous les cas, conformément à la volonté du législateur, que les loyers ne soient pas "abusifs".

Q10: Faut-il vendre les immeubles qui ont un mauvais score ESG?

Supposons qu'il y a une pomme pourrie dans le panier immobilier: est-ce que le propriétaire devrait la vendre? Ou s'il choisit de vendre des immeubles, devrait-il vendre cet immeuble en priorité?

Là j'ai moins d'expérience, car le comité de placement dont j'ai fait partie n'a jamais vendu d'immeuble; il n'en avait déjà pas assez par rapport à ses objectifs! Mais il me semble que la priorité devrait être d'améliorer le score ESG d'un tel immeuble. C'est seulement si le propriétaire n'a pas les ressources pour cela qu'il devrait le vendre. Idéalement, il devrait le vendre à un investisseur qui peut et veut l'améliorer.

Cela ne change rien pour sa propre moyenne ESG que le propriétaire vende l'immeuble problématique à un investisseur responsable ou non, mais il aura fait le mieux qu'il peut pour cet immeuble. Si on est sérieux par rapport à sa responsabilité ESG, on ne devrait commercer qu'avec des acteurs qui appliquent aussi sérieusement les critères ESG, surtout pour quelque chose d'aussi sensible qu'un immeuble. Au risque d'obtenir un prix plus faible quand on vend, mais peut-être aussi de payer moins cher quand c'est son propre tour d'acheter.

J'imagine une sorte de club de propriétaires immobiliers responsables, qui ne commercent qu'entre eux. Il faut montrer patte-blanche pour rejoindre le club et quand on y est, on ne peut plus travailler avec les acteurs immobiliers externes. A terme, tous les acteurs de l'immobiliers seront membres du club et appliqueront les critères ESG.

En résumé, 10 questions avec 10 réponses:

Q1: Les critères ESG dans le cas d'immeubles, c'est quoi?

C'est surtout la performance énergétique et les émissions de CO2, donc on peut presque toujours s'appuyer sur les systèmes indicateurs de la durabilité.

Q2: Pourquoi faire intervenir des critères ESG dans la gestion du portefeuille immobilier?

Il y a plusieurs raisons possibles: responsabilité, réputation, risques. Elles sont toutes bonnes.

Q3: Chaque bien immobilier doit-il avoir un bon score ESG?

Seulement si le souci principal est réputationnel.

Q4: Le score ESG doit-il être bon sur tous les critères?

Chacun doit répondre selon ses priorités: est-ce que je préfère calculer des scores qui reflètent mes propres convictions ou communiquer des scores comparables aux autres?

Q5: Peut-on encore acheter des immeubles au score ESG médiocre?

Acheter un "bon" immeuble ne sert pas à grand-chose. Acheter un "mauvais" immeuble et l'améliorer est la manière la plus sûre de faire quelque chose de bien selon les critères ESG. A condition d'en avoir les moyens.

Q6: Faudrait-il acheter de façon ciblée des immeubles à améliorer?

Oui, mais il faut très bien savoir ce qu'on fait.

Q7: Que se passe-t-il si tous investissent selon les critères ESG?

Ce n'est pas une raison pour abandonner les critères ESG. On n'a pas abandonné les indicateurs financiers traditionnels quand tous se sont mis à les utiliser.

Q8: Comment améliorer le score ESG d'un immeuble?

Il existe de nombreuses mesures à prendre et de sources de conseils. Là où il y a une volonté, il y a un chemin (Lénine).

Q9: Faut-il améliorer le score ESG en appliquant plus strictement le droit du bail?

Il faut appliquer le droit du bail aussi dans l'intérêt des locataires, au moins les plus faibles.

Q10: Faut-il vendre les immeubles qui ont un mauvais score ESG?

Seulement si on ne peut pas améliorer leur score soi-même, et encore, il ne faudrait les vendre qu'à des investisseurs responsables.