



ASSET ET ALLOCATIONS

LA LETTRE DE LA FRANÇAISE – ALLOCATION GLOBALE D'ACTIFS

Numéro 6

Achevée de rédiger le 20 | 12 | 2016

L'IMMOBILIER COTÉ : QUELLE EXPOSITION DANS UNE ALLOCATION D'ACTIF ?

@ L'immobilier coté, actif synthétique

L'immobilier coté est un actif synthétique qui tente de concilier l'inconciliable : les caractéristiques de l'immobilier physique, actif non fongible, au risque spécifique élevé, négocié de gré à gré avec une faible liquidité, avec les caractéristiques des actions, actifs fongibles, au risque systématique élevé, négociés sur des marchés centralisés dotés d'une forte liquidité. L'immobilier coté complique encore les choses en recourant au levier financier. Finalement quelle est la nature de cet actif ? Que garde-t-il des caractéristiques fondamentales de l'immobilier physique ? Quelle est l'influence du levier financier ? La dépendance au marché d'actions n'introduit-elle pas un bruit assourdissant sur les performances ? Est-il judicieux de panacher une exposition en immobilier entre détention en immobilier physique et détention en immobilier coté ?

L'ambition originale qui a présidé à la création des *Real Estate Investment Trusts (REITs)* en 1960 aux USA était de mettre à disposition des investisseurs individuels les possibilités d'investissement en immobilier qui étaient jusqu'alors l'apanage des investisseurs institutionnels : une large diversification des risques et une gestion professionnelle de l'immobilier. La transparence fiscale était la condition nécessaire du succès et reposait logiquement sur le fait que la rentabilité de l'immobilier, reposant sur une notion de rareté plutôt que d'efficacité, ne permettait pas une double taxation. Si le Congrès américain a promu le concept, c'est qu'il avait conscience que l'immobilier était un vecteur d'investissement particulièrement bien adapté à la fois pour constituer un capital retraite durant la période d'activité et pour générer une rente de retraite une fois celle-ci liquidée. L'immobilier a en effet les bonnes qualités d'un actif réel : rendement stable et élevé et indexation à long terme de la valeur sur l'inflation.

Depuis l'immobilier coté a progressé dans la plupart des pays développés et émergents avec la mise en place généralisée de régimes de transparence fiscale plus ou moins contraignants en termes de distribution, levier financier, type d'actifs, etc. Ce régime a le mérite de faire passer les sociétés immobilières du statut d'investisseurs immobiliers plus au moins passifs au statut d'opérateurs immobiliers dynamiques et donc de changer profondément leur nature en bourse. En France le régime de transparence fiscale a été introduit fin 2002 avec la création des Sociétés d'Investissement en Immobilier Cotée (SIIC). Globalement l'immobilier coté représente aujourd'hui de l'ordre de 3 % de la

capitalisation mondiale des marchés d'actions et de 20 % du patrimoine mondial de l'immobilier détenu par les investisseurs institutionnels au côté des fonds non cotés et de la détention directe. Dans certains pays, comme la France, il est plutôt considéré comme un compartiment du marché d'actions et géré en tant qu'exposition en valeurs mobilières, dans d'autres, comme les Pays-Bas, il est considéré comme un compartiment du marché immobilier et géré en tant qu'exposition immobilière.

L'immobilier coté vient d'obtenir son indépendance en Bourse

Le 13 mars 2015, S&P Dow Jones Indices et MSCI Inc. ont annoncé la création d'un secteur spécifique, dénommé *Real Estate Sector*, dans le standard de classification de leurs indices d'actions mondiaux, le *Global Industry Classification Standard (GICS)*. C'est le premier changement à intervenir dans cette classification depuis sa création en 1999 qui comporte dorénavant onze secteurs. L'immobilier coté, qui avait grandi au fil des ans, est ainsi extrait du secteur *Financials*¹, la mise en œuvre effective a été réalisée à la fermeture des marchés le 31 août 2016. A cette date le nouveau secteur immobilier coté pesait 3,4 % de l'indice MSCI ACWI, plus lourd que le secteur des services aux collectivités qui pesait 3,3 % et quasiment au niveau du secteur des télécoms qui pesait 3,8 %. Le poids du secteur financier a diminué corrélativement de 20,2 % à 16,8 %. Des signes avant-coureurs de cette évolution étaient perceptibles depuis quelque temps avec l'introduction de sociétés immobilières cotées dans les indices phares des marchés d'actions : Unibail Rodamco est ainsi compris dans l'univers du CAC 40 et de l'Euro Stoxx 50 tandis que Klépierre vient de remplacer il y a un an EDF dans le CAC 40.

C'est une consécration pour l'industrie des sociétés immobilières cotées qui vivaient jusqu'alors dans l'ombre des banques et des compagnies d'assurance et subissaient les flux et reflux de capitaux à court terme motivés largement par les seuls mouvements de taux d'intérêt alors que leur taux d'endettement est bien moins élevé. C'est également la reconnaissance d'un modèle économique efficient de détention d'immobilier par les investisseurs plutôt que par les propriétaires-occupants à l'ère où l'usage prend le pas sur la détention et où les besoins d'investissement dans des immeubles flexibles, connectés, intelligents, durables² sont pressants. En conséquence, la dynamique de l'évolution boursière des sociétés immobilières devrait dans le futur refléter mieux les facteurs fondamentaux affectant le marché de l'immobilier physique sous-jacent en termes de tendance et de risque. La volatilité des performances devrait en particulier diminuer pour s'approcher de celle de l'immobilier physique, qui est d'un ordre de grandeur de deux fois inférieur à celui observable sur l'immobilier coté aujourd'hui. Si ceci devait se concrétiser, l'immobilier coté cumulerait l'avantage en termes de rendement élevé et celui d'une liquidité intrinsèque nettement supérieure à celle du marché physique.

Les investisseurs vont également prendre conscience des caractéristiques intrinsèques de performance du secteur de l'immobilier coté par rapport à l'indice général des actions. Des années 1990 à 2015, avant même que le secteur soit identifié dans la classification *GICS*, la corrélation entre la performance des *REITs* et celle de l'indice S&P 500 aux USA était relativement faible à 55 %, à comparer à 85 % pour le secteur *Industrials* et 82 % pour le secteur *Consumer Discretionary*. Si le comportement de l'immobilier coté se distinguait relativement bien jusqu'à présent de celui des actions en général, cette tendance va s'amplifier avec son nouveau statut qui lui donne plus de visibilité. L'influence générale du marché d'actions sur l'immobilier coté devrait être encore moindre prégnante à l'avenir. La décomposition de la rentabilité des fonds propres des sociétés³ montre d'ailleurs à quel point les sociétés immobilières cotées diffèrent des actions en général : typiquement la marge nette sur chiffre d'affaires des actions hors financières tourne autour de 5 % alors qu'elle est de 85 % pour les sociétés immobilières, l'intensité capitalistique mesurée comme le rapport du chiffre d'affaires sur les capitaux employés investis est de l'ordre de 80 % pour les actions

(1) Seules les *Equity Real Estate Investment Trusts* sont concernés, les *Mortgage REITs* restent dans le secteur *Financials*

(2) Une analyse des performances des US *REITs* de 2001 à 2014 conclut à la surperformance des *REITs* labellisées par le *Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB)* par rapport aux autres *REITs* (*The Financial Rewards of Sustainability : A Global Performance Study of REITs*, Franz Fuerst, University of Cambridge, June 2015)

(3) Analyse financière dite de DuPont

et de 5 % pour les sociétés immobilières, enfin le levier financier mesuré comme le rapport des capitaux employés sur les fonds propres est de 2,8 pour les actions et de 1,7 pour les sociétés immobilières.

La conséquence de la création de ce secteur boursier à part entière jouissant de sa propre dynamique fondamentale est un renforcement probable de la part de l'immobilier coté dans les allocations stratégiques des portefeuilles institutionnels, particulièrement en Europe où, d'après l'*European Public Real Estate Association*, la moitié des investisseurs institutionnels européens n'ont pas d'exposition spécifique dans cet actif. La création d'un secteur spécifique dans les indices ne peut que les inciter à en créer une. L'ordre de grandeur du flux d'investissement potentiel est de l'ordre de 75 milliards d'euros à comparer avec la capitalisation totale du secteur en Europe de 207 milliards d'euros à fin septembre 2016. Aux USA, l'exposition des portefeuilles à l'immobilier coté est inférieure à son poids dans les indices, le rééquilibrage provoqué par l'extraction de l'immobilier coté du secteur financier devrait générer un flux d'investissement de l'ordre de 100 milliards de dollars à comparer à une capitalisation totale du secteur de 690 milliards de dollars.

Cet afflux attendu de capitaux ne va pas manquer de se répercuter sur les marchés physiques. Dans un environnement de taux d'intérêt proches de zéro, où l'immobilier est déjà particulièrement recherché par des investisseurs en quête de rendements positifs et pérennes, la compression des taux de capitalisation pourrait être accentuée. Il reste que l'externalisation de l'immobilier d'entreprise est un phénomène nettement moins répandu en Europe qu'aux Etats-Unis, où le stock d'immobilier détenu par les investisseurs institutionnels en substitut aux entreprises propriétaires occupantes est le double de ce qui est observé en Europe pour un PIB équivalent. Le marché pourrait donc croître par extension du volume d'investissement disponible sans trop de pression sur les prix. L'immobilier résidentiel constitue également un gisement potentiel très important. Il est peu représenté dans les sociétés immobilières cotées européennes à l'exception de l'Allemagne alors que la situation est tout à fait différente aux USA où les *Residential REITs* représentent la principale capitalisation de l'ensemble du secteur de l'immobilier coté⁴.

La course à la taille des sociétés immobilières cotées devrait également se poursuivre en Europe car les investisseurs sont demandeurs de structures toujours plus importantes, gage d'une meilleure liquidité. En la matière, le marché européen accuse un retard important par rapport au segment de l'immobilier coté américain : la capitalisation moyenne des *US REITs* atteint les 5 milliards de dollars, alors celle des *REITs* européens est de l'ordre du milliard.

Les performances des principaux marchés de l'immobilier coté

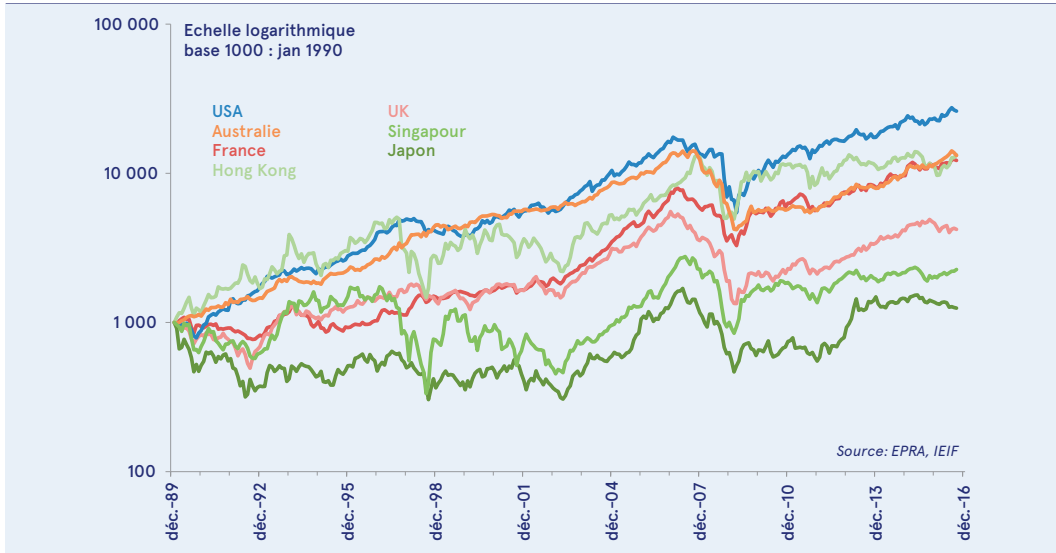
Les principaux marchés d'immobilier coté se trouvent aux USA avec une capitalisation à fin septembre 2016 de 690 milliards de dollars, suivi du Japon avec 140 milliards qui fait presque jeu égal avec l'eurozone à 130 milliards dont 70 milliards pour la France, Hong Kong capitalise 100 milliards, l'Australie 80 milliards, le Royaume-Uni 70 milliards et enfin Singapour 30 milliards.

L'observation des performances totales de ces grands marchés sur les vingt-cinq dernières années (cf. graphique 1) met en évidence le caractère mixte actions/immobilier de l'immobilier coté. La crise financière globale de 2008 a impacté de façon homogène l'ensemble des marchés alors que les évolutions de long terme traduisent bien les performances différenciées de l'immobilier entre les USA qui caracolent en tête et le Japon en queue. Si l'on omet le choc de 2008, les cycles sont aussi nettement différents en termes d'amplitude, de fréquence et de phasage : l'exemple frappant est celui de la

(4) L'attrait des *Residential REITs* aux USA devrait encore être renforcé par l'arrivée de Donald Trump à la Présidence car sa politique économique devrait relancer l'inflation et contraindre la production de logements car son combat contre l'immigration illégale va augmenter le manque déjà notable de travailleurs du bâtiment, en parallèle les taux d'intérêt devraient remonter, pesant sur la solvabilité des ménages à l'acquisition, et favoriser ainsi la demande d'immobilier locatif

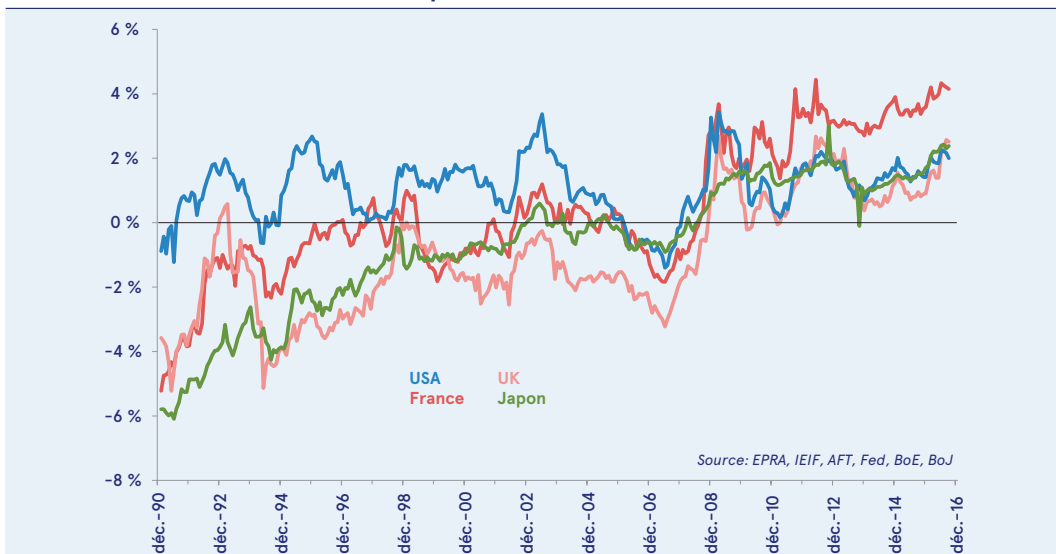
France, de l'Australie et de Hong Kong qui connaissent au final des performances voisines mais en ayant suivi des cheminements très divergents. La diversification internationale apporte donc un avantage indéniable en termes de réduction du risque d'un portefeuille investi en immobilier coté. On remarque en passant le coup de fouet que l'adoption du régime SIIC de transparence fiscale en France en 2002 a donné au marché.

Graphique 1 : Indices de performance totale en devise locale de l'immobilier coté



L'immobilier est un actif de rendement. L'immobilier coté l'est tout autant actuellement mais cela n'a pas toujours été le cas. A l'exception des USA où l'immobilier coté a dégagé un rendement du dividende pratiquement toujours supérieur à celui des emprunts d'état à 10 ans, l'écart entre les deux n'est devenu systématiquement positif pour l'ensemble des grands marchés que depuis la crise financière globale. La France se distingue nettement des autres marchés dans la mesure où la politique monétaire de la Banque centrale européenne est particulièrement accommodante mais au Japon, où la banque centrale est aussi agressive dans l'assouplissement quantitatif, l'écart n'est actuellement pas plus élevé qu'aux USA ou au Royaume-Uni.

Graphique 2 : Ecart entre le rendement du dividende de l'immobilier coté et le taux des emprunts d'état à 10 ans

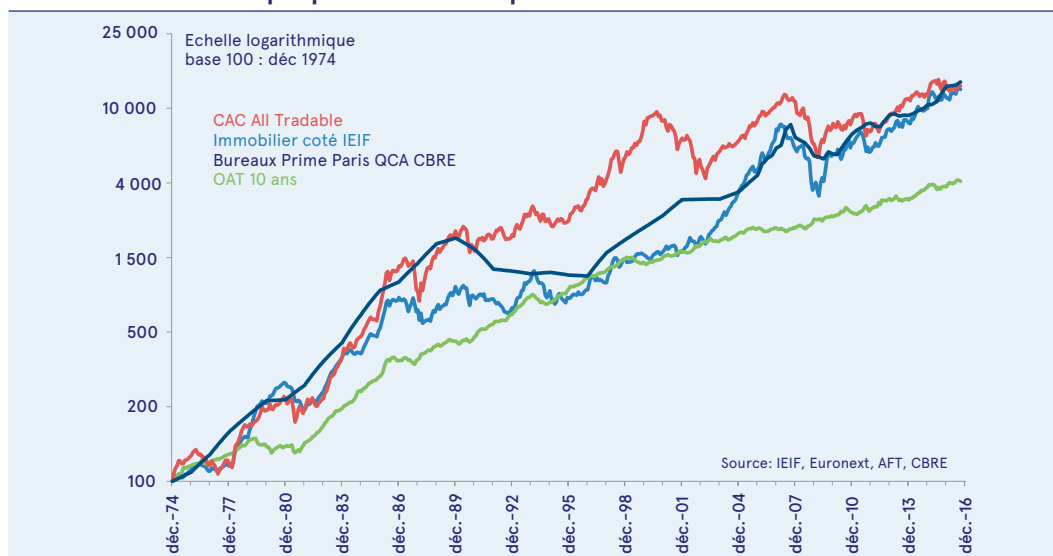


L'immobilier coté dans le cadre d'une allocation d'actifs en France

Le début du régime des changes flottants en 1974 a initié la période de libres mouvements de capitaux à travers le monde qui caractérise les marchés financiers actuels. Depuis 1974, la hiérarchie des performances des actifs est en ligne avec leur volatilité (cf. graphique 3). Les actions se montrent supérieures en termes de performance sur le long terme, suivies de l'immobilier coté et des bureaux et enfin des obligations. La performance de l'immobilier coté et physique fluctue entre celle des actions en enveloppe supérieure et celle des obligations en enveloppe inférieure. La logique de ce comportement tient à ce que l'immobilier emprunte aux obligations leur caractéristique de revenu à long terme relativement stable au travers des baux et aux actions une indexation des revenus locatifs sur les fondamentaux économiques. Plus spécifiquement, l'immobilier a progressé vivement durant la période inflationniste qui a duré jusqu'en 1985, date à laquelle l'inflation est repassée sous la barre de 5 %, puis a continué sur sa lancée jusqu'en 1990 pour corriger ensuite ses excès et rebondir à partir de 1996.

Sur le long terme, les performances de l'immobilier coté et de l'immobilier physique sont voisines avec un certain effet d'anticipation de l'ordre d'un an de l'immobilier coté sur l'immobilier physique comme lors du redécollage de l'immobilier coté en 1995 suivi de celui de l'immobilier physique en 1996 ou de la crise financière globale notable sur l'immobilier coté en 2006 avant qu'elle ne touche l'immobilier physique en 2007. Cet effet d'anticipation se traduit par l'apparition de surcote ou de décote entre la capitalisation boursière des sociétés immobilières cotées et leur actif net réévalué. On remarque que la bulle sur l'immobilier physique de la fin des années 1980 n'a pas été relayée au niveau de l'immobilier coté, car à cette époque le cloisonnement des marchés, encadrement du crédit notamment, était en voie d'extinction mais encore actif et les arbitrages n'étaient pas généralisés.

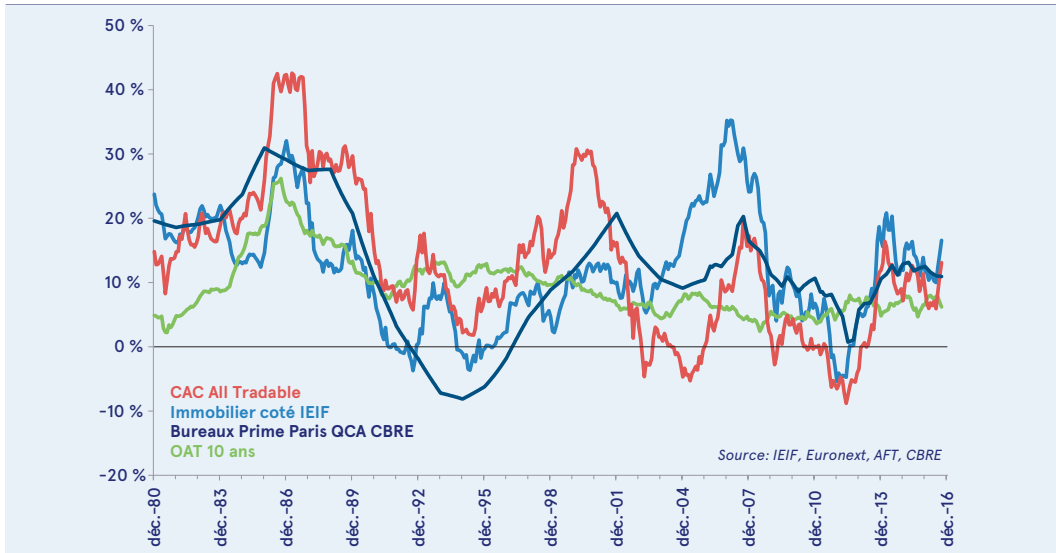
Graphique 3 : Indices de performance totale des actifs



L'observation des performances totales annuelles moyennes sur une période longue de cinq ans (cf. graphique 4) met en évidence des cycles longs plus ou moins décalés selon les actifs considérés. Schématiquement, le cycle des obligations précède celui des actions, qui précède celui de l'immobilier coté et enfin celui des bureaux. L'amplitude de ces cycles diminue avec le temps, de même que leur fréquence augmente. La tendance générale des rentabilités est à la baisse au fur et à mesure que les taux d'intérêt diminuent.

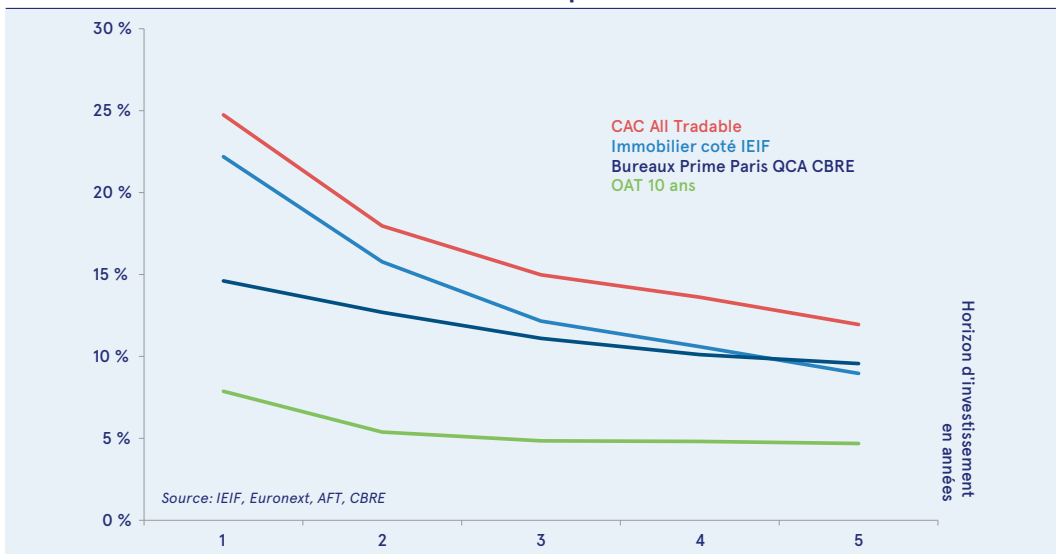
L'immobilier coté anticipe relativement bien l'évolution du marché des bureaux, mais la relation s'est soudain distendue lors de la bulle technologique sur les actions de la fin des années 1990 ainsi que plus récemment quand l'immobilier coté a été dopé par l'introduction du régime de transparence fiscale SIIC en 2002. Les cycles sont revenus à plus de coordination à partir de 2006.

Graphique 4 : Taux de variation annuel moyen sur 5 ans des indices de performance totale des actifs



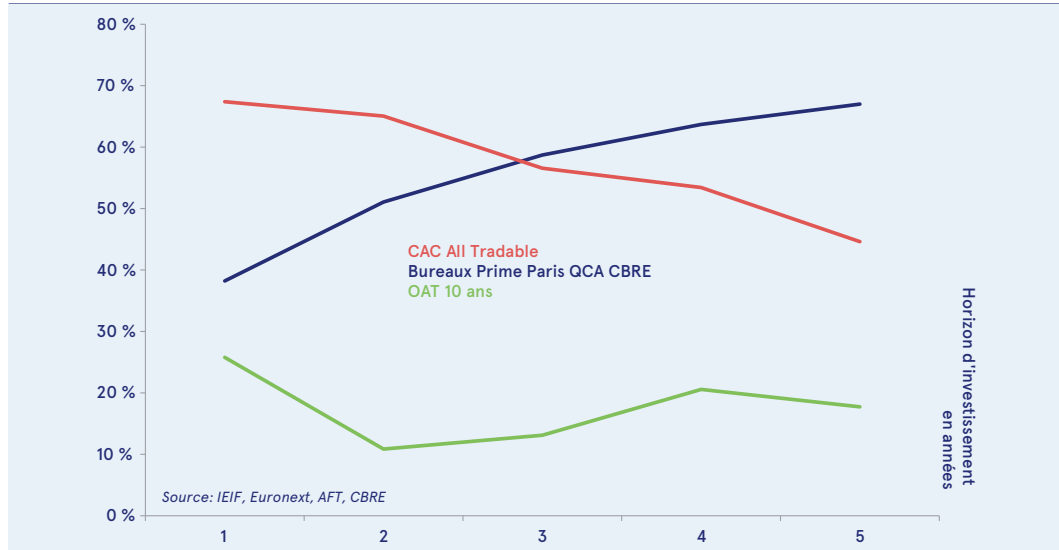
La proximité de comportement de l'immobilier coté vis-à-vis de l'immobilier physique apparaît de plus en plus nettement lorsque l'horizon d'investissement s'allonge (cf. graphique 5). Durant la période non inflationniste de décembre 1985 à septembre 2016 la volatilité des performances totales annuelles moyennes de l'immobilier coté sur des périodes d'un an à cinq ans diminue régulièrement, d'un niveau proche de celle des actions pour un horizon d'investissement court, vers un niveau proche de celui de l'immobilier physique pour un horizon d'investissement long.

Graphique 5 : Volatilités des performances totales des actifs France sur la période de décembre 1985 à septembre 2016



La situation est identique si l'on s'intéresse à la corrélation des performances totales annuelles moyennes de l'immobilier coté avec les actions et l'immobilier physique (cf. graphique 6). La corrélation avec les actions diminue avec l'horizon d'investissement alors que celle avec l'immobilier physique augmente. Les deux courbes se croisent pour un horizon d'investissement de trois ans. Simultanément la corrélation entre l'immobilier coté et les OAT 10 ans reste stable.

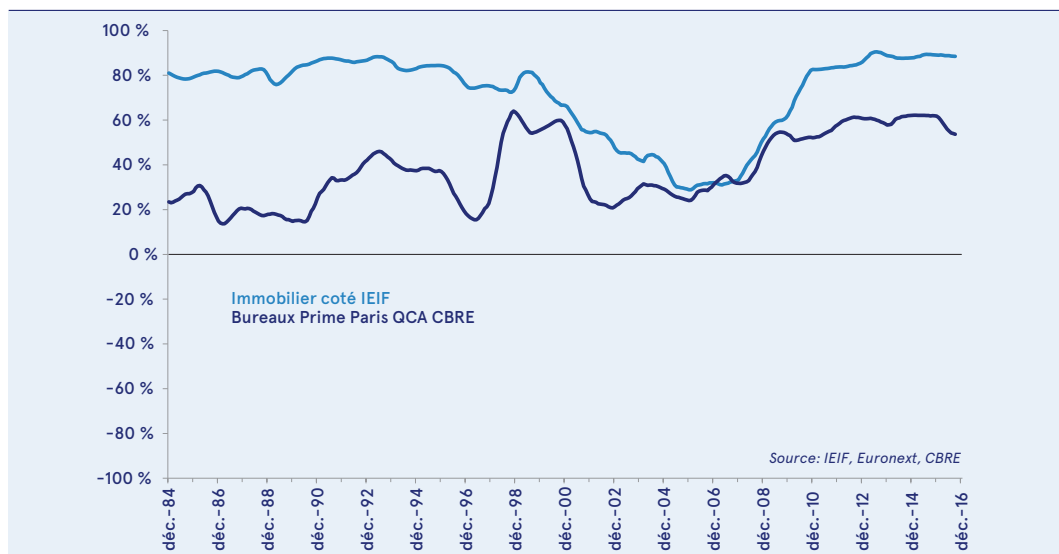
Graphique 6 : Corrélation des performances totales des actifs France avec l'immobilier coté IEIF sur la période de décembre 1985 à septembre 2016



Les corrélations entre actifs ne sont pas stables dans le temps. Elles évoluent sous l'influence des fondamentaux économiques et financiers ainsi que des caractéristiques des marchés en termes de liquidité et de profondeur. L'observation du comportement de l'immobilier coté et physique vis-à-vis des actions et des obligations sur différentes périodes de temps permet de se forger une opinion sur la persistance des corrélations et la fiabilité de leur utilisation dans le cadre d'une allocation stratégique.

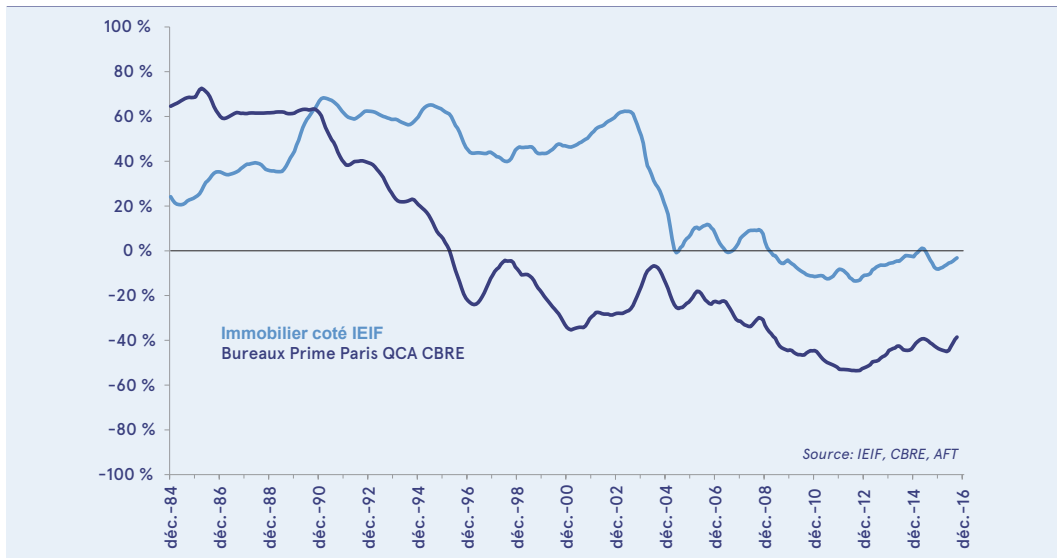
Le graphique 7 montre l'évolution des corrélations des performances totales de l'immobilier vis-à-vis de celles des actions sur des périodes glissantes de dix ans. L'immobilier coté est systématiquement plus corrélé aux actions que l'immobilier physique mais les corrélations restent relativement stables dans le temps. Le même phénomène est observé aux US et au Royaume-Uni.

Graphique 7 : Corrélation sur 10 ans glissants des performances totales du CAC All Tradable vis à vis de l'immobilier



Dans le graphique 8 le même exercice est répliqué mais vis-à-vis des performances totales des OAT 10 ans. L'immobilier coté est également plus corrélé aux obligations que l'immobilier physique, sa corrélation est actuellement proche de zéro alors qu'elle est négative pour l'immobilier physique. On observe un changement de régime majeur d'un régime de corrélation positive jusque dans les années 1990 à un régime de corrélation nulle ou négative ensuite augmentant le pouvoir de diversification de l'immobilier. Ce changement s'explique par l'évolution des politiques monétaires qui sont devenues progressivement de plus en plus expansives. Aux USA et au Royaume-Uni l'immobilier coté a un comportement beaucoup plus proche de l'immobilier physique en termes de corrélation avec les obligations mais le changement de régime est aussi très perceptible.

Graphique 8 : Corrélation sur 10 ans glissants des performances totales des OAT 10 ans vis à vis de l'immobilier



Si l'immobilier coté semble moins diversifiant par rapport aux actions et aux obligations que l'immobilier physique, quelle place est-il légitime de lui donner dans une allocation stratégique d'actifs optimale combinant des actions, des obligations et des bureaux ? Evidemment la réponse ne sera pas les mêmes selon le degré d'aversion au risque, les contraintes de liquidité et de passif de l'investisseur. On va supposer un investisseur générique neutre vis-à-vis du risque, sans contraintes de liquidité et de passif.

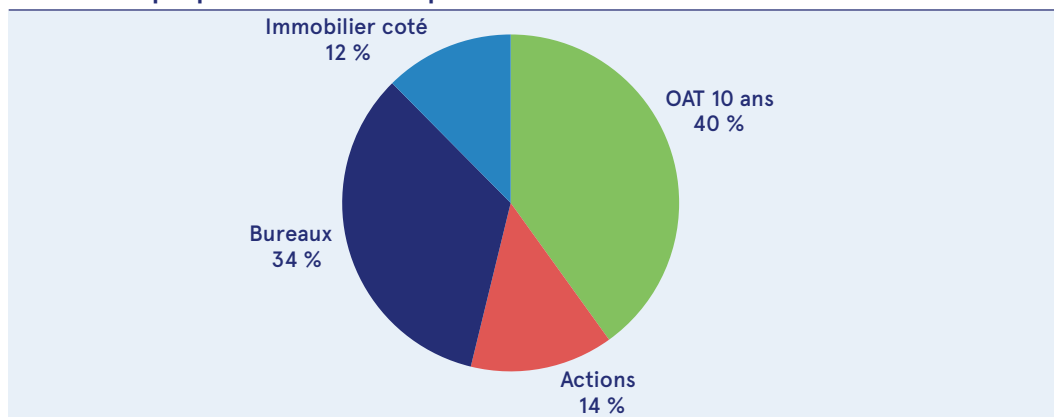
Les rentabilités attendues sont issues des données de marché à fin septembre 2016 : celle des obligations correspond au taux de rendement actuariel des OAT à 10 ans, celle des actions est égale au rendement du dividende du CAC All Tradable augmenté des anticipations du Groupe La Française sur la croissance nominale de l'économie française, celle de l'immobilier coté est égale au rendement du dividende de l'indice IEIF Foncières augmenté des anticipations du Groupe La Française sur l'inflation en France, celle des bureaux est égale au taux de capitalisation des bureaux Prime Paris QCA CBRE augmenté des mêmes anticipations sur l'inflation. Les données de risque sont appréciées au travers des volatilités, corrélations et covariances calculées à partir des données mensuelles de performances totales annuelles des actifs observées sur la période non inflationniste de décembre 1985 à septembre 2016.

Le graphique 9 donne la répartition du portefeuille optimal, obtenu en prenant la moyenne d'un spectre de stratégies d'allocation tenant compte de différents niveaux d'information considérée⁵. Ce portefeuille présente une rentabilité attendue supérieure de 4,1% au taux des OAT à 10 ans, pour une volatilité des performances totales de 9,6% contre 7,9% pour celle des OAT 10 ans. Son ratio de Sharpe est près de sept fois supérieur à celui des OAT à 10 ans. L'immobilier occupe une place importante avec près de la moitié du portefeuille et l'immobilier coté en représente plus d'un quart. Il est intéressant d'observer que ce

(5) De la stratégie de déconcentration maximum (information retenue minimale) à la stratégie du maximum de rentabilité ajustée du risque (information retenue maximale) en passant par les stratégies de parité de risque, de maximum de décorrélation et de minimum de variance. La logique de l'adoption d'une moyenne de stratégies d'allocation réside dans la décorrélation inhérente entre les différentes stratégies.

portefeuille est proche de la composition d'un OPCI Grand Public, ce véhicule semble donc particulièrement attractif en termes d'allocation d'actifs.

Graphique 9 : Portefeuille optimal d'actifs financiers et immobiliers France



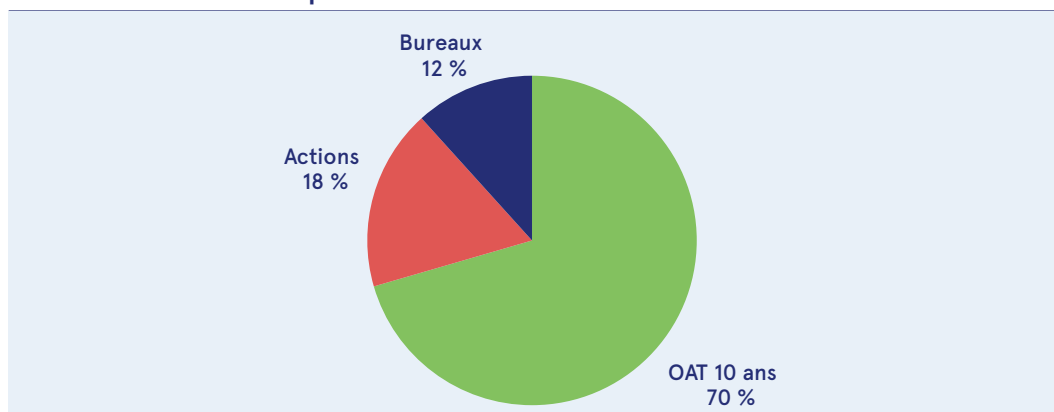
Le portefeuille optimal est éloigné du portefeuille réel des investisseurs institutionnels tel que rapporté par l'enquête Af2i 2016. L'ordre de grandeur de l'exposition en actions est bien respecté, mais l'exposition réelle en immobilier n'est que de 5 %, ce qui traduit une adaptation aux contraintes de passif et de liquidité. L'immobilier coté ne représente réellement que 7 % de l'immobilier, il est donc chroniquement sous-représenté.

La prise en compte de l'impact sur le capital exigé pour les investisseurs soumis à la réglementation Solvabilité II

En appliquant le même raisonnement que précédemment pour la recherche du portefeuille optimal mais en prenant comme mesure de risque les paramètres du modèle standard de la réglementation Solvabilité II en cas de hausse des taux et non plus celles observées historiquement, on aboutit à la répartition de portefeuille indiquée au graphique 10. Ce portefeuille présente une rentabilité attendue supérieure de 2,4 % au taux des OAT à 10 ans, pour une volatilité du même ordre. Comparé à la répartition indiquée au graphique 9, la proportion des OAT à 10 ans a quasiment doublé, la part en actions a un peu augmenté, celle en immobilier est divisée par quatre et l'exposition en immobilier coté a disparu.

Dans le modèle standard de Solvabilité II, l'immobilier coté est traité de la même manière que les actions avec une exigence de fonds propres de 39 % et les mêmes corrélations de 0 % avec les OAT 10 ans et de 75 % avec l'immobilier. Sachant que la rentabilité attendue de l'immobilier coté à fin septembre 2016 est inférieure à celle des actions, il est logique que les actions supplantent l'immobilier coté. En revanche si l'immobilier coté était traité comme de l'immobilier, il supplanterait les bureaux en portefeuille car la rentabilité attendue des bureaux est inférieure à celle de l'immobilier coté.

Graphique 10 : Portefeuille optimal d'actifs financiers et immobiliers France à partir du modèle standard de Solvabilité II



Conseil en allocation stratégique d'actifs – Un service de La Française

Les études académiques montrent que l'allocation stratégique d'actifs est responsable de près des trois quart de la variance de la performance d'un portefeuille diversifié, le complément étant apporté par l'allocation tactique et la sélection active sur chaque classe d'actifs.

Afin d'assister ses clients institutionnels dans leur analyse de portefeuille, La Française leur propose un service de sensibilisation à l'allocation stratégique d'actifs reposant sur deux piliers : un diagnostic sur la composition du portefeuille avec détermination des paramètres financiers implicites de rentabilité attendue, risque, rendement courant et horizon d'investissement, et une introduction à l'optimisation de portefeuille en ne tenant compte que des éléments d'actifs.

L'univers de l'allocation couvre un large spectre d'actifs d'investissement : actions et emprunts d'état de pays développés et émergents, obligations d'entreprise de diverses catégories, immobilier de bureaux et résidentiel, Hedge Funds, matières premières, Private Equity et Private Debt.

Publications éditées par La Française, Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 77 577 020 € - RCS : 480 871 490.

Rédaction : Pierre Schoeffler

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 leurs auteurs à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. Le Groupe La Française ne saurait être tenu 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 du Groupe La Française.



LA FRANÇAISE

www.la-francaise.com

128, boulevard Raspail 75006 Paris - France - Tél. +33(0)1 73 00 73 00 - Fax +33(0)1 73 00 73 01