

Perspectives de Marché

Des briques, du ciment et de la dette

La dette immobilière suscite un intérêt croissant parmi les investisseurs obligataires

Points clé :

- La dette immobilière senior garantie se caractérise par un profil de cash-flow similaire à celui des obligations : des rendements prévisibles comparables à ceux des obligations notées Investment grade, une sensibilité quasi-nulle aux taux d'intérêt et une faible volatilité.
- Source de diversification, elle est également garantie par des sûretés de premier plan incluant notamment des hypothèques. Les investisseurs en dette senior sont les premiers à être remboursés en cas de défaut.
- Cette classe d'actifs répond aux objectifs de nombreux assureurs grâce au traitement favorable de la dette immobilière par la directive européenne Solvabilité II.

La dette immobilière ne fait pas encore partie des placements classiques et ne figure pas dans les portefeuilles de tous les investisseurs institutionnels mais le concept est néanmoins relativement simple : il s'agit d'investir dans la pierre. La principale différence avec les placements immobiliers directs est la plus grande tranquillité d'esprit qu'apporte aux investisseurs l'investissement dans de la dette. En effet, alors que les placements immobiliers directs peuvent être volatils et présentent un risque en termes de valeur en capital, **la dette immobilière – et notamment la dette**

senior hypothécaire – se caractérise par des rendements prévisibles et une faible volatilité. En outre, fait important, les porteurs de dette senior sont les premiers remboursés en cas de problème.

Offrant des rendements équivalents à ceux des obligations « investment grade », la dette immobilière senior est sécurisée par des sûretés de premier rang, tels que des hypothèques, adossée à tous types d'immeubles. En bref, elle présente **un profil de cash-flows similaire à celui des obligations, tout en étant entièrement garantie par des actifs immobiliers.**

La profondeur du marché offre une protection potentielle contre le risque baissier

Si la dette immobilière commerciale senior ne fait pas encore partie des placements classiques, elle constitue néanmoins un marché considérable, similaire à celui des obligations à haut rendement en termes de taille et de volumes d'émissions. Avec 100 milliards d'euros de titres émis l'an dernier rien qu'en Europe¹, **la dette immobilière senior apporte une diversification considérable**, permettant aux investisseurs de choisir les actifs les mieux adaptés aux rendements ciblés par leurs stratégies et aux besoins de leurs clients.

Cette dette est elle-même garantie par un vaste éventail d'actifs immobiliers,



Arnaud Heck
 Responsable des financements immobiliers, Natixis Asset Management



Cyril Hoyaux
 Directeur des fonds de dettes et mandats, AEW Europe

notamment des immeubles de bureaux, des locaux commerciaux, des biens résidentiels, des appartements, des résidences étudiantes, des maisons de retraite, des hôtels, des locaux d'activités et des entrepôts logistiques.

Cette variété permet une bonne diversification, ce qui constitue un moyen de protéger le capital. En limitant le ratio dette-valeur d'achat (loan-to-value, ou LTV) d'un portefeuille à 70%, les investisseurs peuvent bénéficier d'une protection supplémentaire contre le risque de perte. Autrement dit, un immeuble devra perdre environ 30% de sa valeur avant qu'une stratégie en dette immobilière senior se limitant à un ratio LTV de 70% n'encoure une perte.

Quelles sont les facteurs favorisant l'essor de la dette immobilière ?

Le marché de la dette immobilière est étroitement lié au marché de l'investissement immobilier, sur lequel les transactions atteignent des niveaux historiquement élevés, conduisant à une demande importante de capitaux empruntés. Ceux-ci sont apportés par un ensemble constitué de banques, d'assureurs et de fonds de dette, le besoin de sources alternatives de financement s'accroissant aussi rapidement que la capacité des banques à détenir dans leurs bilans de la dette immobilière ne diminue.

Les banques fournissaient environ 90% des financements immobiliers avant le début de la récession mondiale – quelque 2 400 milliards d'euros de dette immobilière commerciale figuraient au bilan des banques en 2007². La quasi-fermeture du marché européen des CMBS et le besoin des établissements financiers de réduire la taille de leurs bilans (i.e. devenir 'asset light') alimentent **la recherche de nouveaux partenaires afin de distribuer des produits de dette.**

Faible taux de défaut, risque de pertes limité, solides rendements

La dette immobilière senior sécurisée apporte précisément ce que son appellation laisse supposer, à savoir **un degré élevé de sécurité**. Elle bénéficie de sûretés de premier rang sur les actifs immobiliers et sur un ensemble de créances telles que les loyers, les indemnités d'assurance et les instruments de couverture de taux.

Le taux de défaut sur la dette émise depuis 2012 est nul. Quand bien même ce taux viendrait à augmenter, les investisseurs subiraient des pertes inférieures à la moyenne à l'issue du défaut par rapport aux autres instruments de dette. **Les taux de recouvrement sont élevés**, du fait de la qualité des garanties et du niveau de contrôle élevé fourni aux prêteurs par la

documentation de prêt.

La dette immobilière soutient avantageusement la comparaison avec les autres classes d'actifs en termes de profil de risque et de rendement attendu. Les récentes conditions de marché sur les marchés de dette ont conduit à la contraction des marges alors que les transactions se sont structurées de manière plus agressive en termes de covenant, de ratios d'endettement, de LTV etc. mais les rendements restent jusqu'à 100 pb plus élevés que la dette corporate avec un niveau de risque crédit similaire (i.e. biens senior sécurisés notées Investment grade ou crossover)³. Par ailleurs, bien que les ratios d'endettement augmentent, les emprunteurs sont bien capitalisés et les marchés ne montrent aucun signe de surchauffe à l'heure actuelle.

Des sources de rendement diversifiées

La profondeur de la classe d'actifs permet le recours à différentes stratégies sur l'ensemble de l'échelle des risques de la dette immobilière senior. Selon nous, une combinaison de quatre stratégies peut permettre de maximiser la valeur offerte aux investisseurs.

- La première consiste à investir dans **des biens « core » de premier plan sur les marchés immobiliers européens les plus développés** (Royaume-Uni, France, Belgique, Pays nordiques et Allemagne). Cette stratégie « core » devrait représenter plus de 60% du portefeuille.
- La deuxième stratégie consiste à **investir dans de la dette adossée à un portefeuille pan-européen**, susceptible d'offrir des marges légèrement supérieures à celles de la stratégie « cœur ». Il s'agit d'opérations opportunistes qui interviennent en général lorsqu'un promoteur de fonds immobiliers décide de céder un portefeuille

largement diversifié d'un point de vue géographique. Ces portefeuilles présentent souvent une taille considérable. Par conséquent, seuls les prêteurs disposant de capitaux importants et capables d'intervenir sur plusieurs juridictions y ont accès et peuvent prendre part à de telles transactions.

- La troisième stratégie cible la **« prime pays »** et repose sur une allocation aux pays européens périphériques. Cette dette est habituellement garantie par des immeubles haut de gamme dans des pays comme les Pays-Bas, l'Espagne, l'Italie, l'Autriche et l'Irlande. Dans la mesure où la profondeur de ces marchés est moindre et où les pays concernés sont plus vulnérables d'un point de vue économique, ces investissements de dette devraient se limiter au maximum à 20%-40% du portefeuille total.
- **La dernière stratégie est celle dénommée « value add »**, laquelle est susceptible de fournir un surcroît de rendement important. Cette stratégie axée sur les principaux pays européens porte sur le financement de projets immobiliers adossés à des actifs qui pourraient devenir « core » avec une gestion d'actif adéquate. Il s'agit par exemple d'actifs géographiquement bien situés qu'il convient toutefois de repositionner ou de rénover. Il peut également s'agir d'immeubles attractifs en raison de leur haute technicité mais qui présentent un taux de vacance immédiat élevé suite au départ d'un locataire important.

Faire la différence entre les marchés

Vue de l'extérieur, l'Europe est un marché unique. **Toutefois, lorsqu'elles sont considérées sous un angle européen, les différences entre les pays sont considérables.** Ce constat vaut aussi bien pour le marché immobilier que pour l'économie en

général. Alors que le marché immobilier au **Royaume-Uni, et en particulier le centre de Londres**, est relativement onéreux, avec notamment des loyers qui continuent d'augmenter, les loyers **en France** sont bas, avec notamment des loyers dans des biens de qualité dans le centre de Paris inférieurs à ceux du centre de Londres (€800 & €1.475/m² au T4 2015)⁴. Cette différence fait que le marché français est comparativement attractif et que les opportunités d'investissement y sont plus faciles à trouver. Dans le cas d'un marché plus onéreux - et potentiellement plus volatil - comme le Royaume-Uni, il est judicieux d'abaisser le ratio LTV pour disposer d'un coussin plus important en cas de baisse des loyers et de la valorisation. Des transactions récentes sur les actifs cœur en France et au Royaume-Uni ont permis des marges de 130/185 points de base.

En Allemagne, en revanche, les marges sont nettement plus faibles que sur les autres marchés en raison du recours généralisé aux *Pfandbriefe* (obligations sécurisées notées AAA) dans le financement de transactions immobilières. Ce bas niveau des marges fait que l'Allemagne est pour le moment un marché pour la dette immobilière relativement peu attractif.

Réponse aux besoins des investisseurs à long terme

Le profil rendement-risque de la dette immobilière commerciale senior est compatible avec les attentes des investisseurs à long terme déjà exposés significativement à la classe d'actifs obligataire. En outre, la classe d'actifs affiche une sensibilité quasi-nulle aux taux d'intérêt ainsi qu'une faible volatilité.

En particulier, **elle répond aux objectifs de nombreux assureurs grâce au traitement favorable de la dette immobilière par la directive européenne Solvabilité II**. Le ratio de consommation de capitaux propre

(Solvency Capital Requirement, ou SCR) au titre de cette directive stipule le niveau de fonds propres que les compagnies d'assurance sont tenues de détenir. Il est basé sur une formule conçue pour prendre en compte l'ensemble des risques quantifiables.

Pour illustrer l'importance de ce facteur, un investissement immobilier réalisé en direct via une prise de participation par un assureur se verra appliquer un SCR plus élevé qu'un investissement du même montant dans de la dette immobilière, ce qui peut grandement pénaliser le rendement du capital de l'assureur. En réalité, le SCR des investissements en capital est jusqu'à 5 fois plus élevé que celui en dette.⁵

Marque, ressources et taille des fonds permettent d'ouvrir des portes

La réussite d'une stratégie d'investissement en dette immobilière senior requiert de l'expérience, des contacts et des capacités de recherche. **La connaissance et l'expérience à la fois des techniques de financement et de l'immobilier sont indispensables**, tout comme les moyens financiers nécessaires pour disposer d'une présence sur le terrain dans un grand nombre de sites.

Identifier des opportunités de dette nécessite un contact direct auprès des banques comme des emprunteurs, des sponsors, des courtiers et même d'autres fournisseurs de dette, et ce à travers toute l'Europe. **Un fonds de taille importante et une marque reconnue** sont souvent nécessaires pour assurer sa visibilité sur le marché et figurer parmi les interlocuteurs prioritaires, ce qui est essentiel pour obtenir le pouvoir de décision sur des aspects clés qui seront intégrés à la documentation à la dette.

Chercher à contrôler au maximum le risque de perte

La préoccupation absolue d'une stratégie de dette immobilière senior doit être la minimisation du risque de perte en capital. Les investisseurs institutionnels à long terme qui satisfont les besoins et les objectifs des épargnants doivent s'assurer de pouvoir y répondre. La réussite d'un portefeuille de dette immobilière senior sécurisée n'est pas seulement une question de marges mais consiste à veiller à ce que la dette soit entièrement remboursée à l'échéance. N'est-ce pas là toute la raison d'investir dans des prêts seniors ?

Le risque sous-jacent à la dette immobilière ne sera jamais complètement écarté. La dette immobilière senior sécurisée comprend néanmoins des garanties tangibles, qui protègent l'investissement du prêteur à travers un lien de premier plan sur les hypothèques.

Rédigé le 16 mars 2016.

1 Source : recherche Natixis Asset Management

2 Source : recherche AEW

3 Source : recherche Natixis AM

4 Source : recherche AEW

5 Source : recherche Natixis AM

MENTIONS LÉGALES

Le présent document et ses contenus constituent une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management et AEW Europe à partir de sources qu'elle estime fiables et sont fournis uniquement à des fins d'information aux clients professionnels. Les analyses et opinions mentionnées dans ce document représentent la vision de l'auteur mentionné au 16 mars 2016 et peuvent être soumis à changements. Il n'est en aucun cas garanti que les points présentés dans ce document se dérouleront tel qu'anticipés. Ce document ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie. Bien que Natixis Global Asset Management, AEW Europe et Natixis Asset Management considèrent les informations fournies dans le présent document comme fiables, elles ne garantissent pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. **Aux pays francophones de l'UE**, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. **En Suisse**, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management S.A, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

AEW Europe.

filiale de Natixis Asset Management Group
Société Anonyme à conseil
d'administration, de droit français et à
capitaux privés.
Numéro RCS: Paris B 409 039 914
8-12 rue des Pirogues de Bercy
75012 Paris
France

Natixis Asset Management

Société anonyme au capital
de 50 434 604,76 €
Agréée en qualité de Société de
Gestion de Portefeuille
sous le numéro GP 90-009
en date du 22 mai 1990
Immatriculée au RCS de Paris
sous le numéro 329 450 738
Siège social : 21, quai d'Austerlitz - 75634
Paris cedex 13
www.nam.natixis.com

NATIXIS GLOBAL ASSET MANAGEMENT S.A.

Société de gestion luxembourgeoise
agrée par la CSSF
(RCS Luxembourg B 115843)
Siège social : 2 Rue Jean Monnet,
L-2180 Luxembourg - Grand-Duché de
Luxembourg

NGAM DISTRIBUTION

Immatriculée au RCS de Paris
sous le n°509 471 173
Siège social : 21 quai d'Austerlitz
75013 Paris
www.ngam.natixis.com

