

# Perspectives de Marché

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Plus d'informations sur [www.hub.ngam.natixis.com](http://www.hub.ngam.natixis.com)

## L'alchimie immobilière

### La transformation d'actifs non-core en biens haut de gamme requiert des compétences et des ressources

L'immobilier core est un segment attractif aux yeux de nombreux investisseurs à long terme. Il génère des rendements solides (même s'ils ne sont pas exceptionnels), contribue à la diversification des portefeuilles, se montre résistant en périodes difficiles et peut offrir aux investisseurs une appréciation de capital.

Le problème est que ces caractéristiques sont bien connues du marché et les prix actuels des biens haut de gamme reflètent l'attrait de la classe d'actifs. La faiblesse des rendements de ces biens ne satisfait pas les engagements à long terme d'un grand nombre d'investisseurs, qui recherchent des performances plus élevées.

Dès lors, serait-il envisageable de créer davantage de biens immobiliers core ? Et quid s'il était possible de les acquérir à une forte décote par rapport aux prix actuels ?

Une telle idée peut sembler chimérique, mais elle décrit assez bien les stratégies de création de valeur « value-add » dans le domaine des placements immobiliers.

#### Appliquer la gestion active à l'immobilier

L'écart de prix entre les biens immobiliers core et non-core offre aux stratégies « value-add » l'opportunité de transformer des actifs non-core en actifs core. Ces stratégies s'appuient sur les compétences et la capacité du gérant à repositionner les actifs concernés.

Il faut du temps pour repositionner un actif (encore que les délais requis soient moins longs comparés au private equity), mais cette patience est récompensée par un rendement net escompté de 12 à 14%.



**Russell Jewell**  
Managing Director,  
Head of European  
Private Equity  
Real Estate,

AEW Europe

Tout aussi important pour les investisseurs, ce rendement n'est pas tributaire des aléas des marchés immobiliers et de l'éventuelle hausse des prix. Bien que -comme toutes les stratégies axées sur l'immobilier- la stratégie « value-add » tire parti de l'orientation haussière des marchés, elle ne dépend pas du niveau de croissance des marchés. En l'occurrence, il s'agit d'une stratégie principalement tournée vers l'alpha, dépendante des compétences et de l'expérience du gérant plutôt que du bêta du marché.

Elle est particulièrement intéressante pour les investisseurs souhaitant bénéficier d'une prime d'illiquidité, c'est-à-dire ceux dont les engagements n'ont pas un horizon uniquement court terme et qui ne sont pas tenus de veiller à la liquidité de leur portefeuille.

Dans le même temps, elle conviendra aux investisseurs présentant une faible tolérance aux pertes et pour lesquels une stratégie opportuniste ne serait dès

#### Points clés :

- Les stratégies « value-add » permettent de transformer des actifs initialement « non-core » en actifs « core » en les repositionnant
- Ces stratégies cherchent principalement à créer de l'alpha en s'appuyant sur les compétences du gérant, indépendamment du niveau de croissance des marchés.
- Elles conviennent aux investisseurs souhaitant capter une prime d'illiquidité et présentant une aversion au risque de drawdown.

lors pas adaptée. Certes, les stratégies de création de valeur comportent des risques - comme nous le verrons plus bas - mais ces risques peuvent être atténués par une bonne compréhension de la classe d'actifs et une exécution opportune de la stratégie.

## Le principe d'une stratégie « value-add »

Les stratégies immobilières « value-add » génèrent la majeure partie de leurs rendements grâce au repositionnement de biens via une gestion active. Comment cela fonctionne-t-il en pratique ? Dans sa forme la plus simple, l'opération consiste à acquérir un immeuble susceptible de devenir un actif « prime », mais qui n'entre pas dans cette catégorie du fait d'espaces inoccupés, de baux de courte durée ou parce que l'immeuble est en mauvais état et doit être rénové. Ces trois obstacles peuvent parfois être réunis.

L'objectif est d'améliorer considérablement la qualité du bien afin de transformer un actif non-core en un immeuble haut de gamme.

Peu de propriétaires fonciers sont disposés à réaliser une telle opération ou en ont la capacité. Ils ne disposent pas des compétences ou des ressources nécessaires et sont donc prêts à vendre les actifs concernés à des gérants « value-add », qui s'appuient sur leur expérience et leur expertise pour les repositionner. AEW estime qu'une combinaison de compétences et de ressources est nécessaire : le gérant doit en effet être en mesure d'assurer l'origination et l'exécution de la transaction, le financement, la gestion d'actifs ainsi que la comptabilité et la gestion des

fonds. Il lui faut également développer et entretenir des relations avec des partenaires éprouvés pour superviser les travaux de rénovation. Ces partenaires viennent en complément des équipes de gestion internes. Par ailleurs, pour avoir accès à l'éventail d'opportunités le plus large possible, il est préférable de disposer d'une vaste couverture géographique : AEW emploie plus de 300 collaborateurs répartis sur dix sites à travers l'Europe, lesquels gèrent un encours de 18,5 milliards d'euros d'actifs immobiliers.

## Où trouver les meilleures opportunités « value-add » ?

En termes d'actifs individuels, les meilleurs rendements proviennent en général de biens issus des villes et des secteurs les mieux placés pour tirer parti de la reprise économique - en particulier le commerce de proximité, les immeubles de bureaux non-core et la logistique.

Ces villes peuvent être situées n'importe où en Europe, mais les meilleures opportunités se trouvent généralement en Allemagne, en France et au Royaume-Uni, qui constituent les marchés les plus importants et les plus liquides. Il ne s'agit pas d'une stratégie 'buy and hold' comme les placements dans l'immobilier core. C'est pourquoi la liquidité est absolument essentielle tant lors de l'acquisition que de la cession. Certes, le potentiel de croissance du pays concerné est un aspect important, mais la liquidité est primordiale.

Mis à part ces trois pays, certaines villes italiennes et espagnoles présentent également du potentiel et d'autres pays offrent des opportunités sélectives en fonction des conditions économiques du moment et des actifs spécifiques. Les marchés

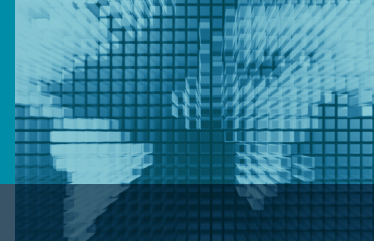
volatils comme l'Irlande, où les prix de l'immobilier ont énormément fluctué, sont moins attractifs. Il existe certains pays dans lesquels il n'est pas possible d'investir à l'heure actuelle, notamment la Russie et les pays baltes, la Turquie et la Grèce, qui présentent un niveau élevé de risque systémique.

## Pourquoi investir maintenant ?

Certains signes laissent penser que le moment est bien choisi pour envisager une stratégie « value-add ». L'économie européenne connaît une reprise progressive et le risque systémique (malgré le vote récent du Royaume-Uni en faveur du Brexit) s'est en grande partie apaisé. La zone euro a connu neuf trimestres consécutifs d'expansion.

Dans le contexte de cette lente reprise, le secteur bancaire est source d'opportunités d'achat. En effet, les banques pour la plupart peinent encore à se remettre de la crise financière. Bien qu'elles aient en grande partie purgé leurs bilans de vastes portefeuilles de créances douteuses, elles détiennent encore une quantité importante d'actifs non core qu'elles souhaitent vendre. Cette situation offre d'abondantes opportunités aux stratégies « value-add ».

En outre, ces dernières peuvent tirer parti des niveaux historiquement bas des taux de financement, rendant possible la réalisation de solides rendements sans risque excessif en termes d'endettement. En particulier, les banques sont disposées à proposer des prêts à des taux très intéressants aux emprunteurs de haute qualité disposant d'une longue expérience et d'un historique de performance éprouvé dans le secteur immobilier.



## Quels sont les risques ?

Pour obtenir des rendements compris entre 12 et 14%, la stratégie doit fatalement prendre des risques. L'attention des investisseurs est attirée sur le fait que les fonds de type « value-add » sont généralement des fonds fermés et versent rarement des dividendes dans la mesure où le revenu généré par les actifs est réinvesti dans l'exécution du plan de développement. Il existe également des risques de liquidité insuffisante des marchés concernés, de perte en capital en cas de contraction de l'économie locale, et de mauvaise sélection des actifs.

Cependant, ces risques peuvent être atténués en conservant une approche rigoureuse vis-à-vis du levier financier. En maintenant un niveau d'endettement modéré (généralement un ratio Loan-To-Value inférieur à 65%), les clauses restrictives peuvent être négociées, donnant ainsi au gérant la flexibilité nécessaire pour exécuter le plan de développement et faire face aux éventuelles difficultés imprévues au niveau économique ou des actifs impliqués.

Il importe également non seulement d'analyser et de surveiller les marchés non-core, mais aussi de suivre l'évolution des marchés core, sachant que ce sont ceux sur lesquels les actifs seront vendus au final.

D'un point de vue stratégique, il est peu avisé de s'exposer aux risques liés aux règles d'urbanisme. Il convient pour les investisseurs de prendre uniquement des risques qu'ils sont en mesure de maîtriser, comme la rénovation d'immeubles et la renégociation des baux. Il est conseillé par exemple de s'adresser directement aux locataires avant l'acquisition d'un immeuble pour les interroger sur le type de rénovation qui leur conviendrait.

Enfin, il est bon de rester sceptique vis-à-vis des prévisions de croissance du marché. Même si ces prévisions s'avèrent correctes, il est possible que la croissance attendue n'intervienne que bien plus tard. Mieux vaut se fonder sur des estimations de croissance prudentes.

## Conclusion : diversification et rigueur

Quels sont globalement les facteurs clé de succès de cette stratégie ?

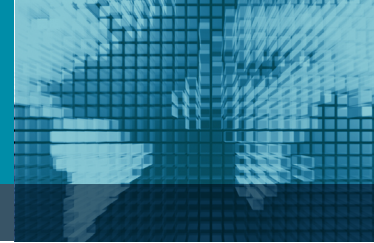
Fort de ses 30 ans d'expérience dans le domaine des placements immobiliers, AEW estime qu'ils se résument à la taille de la plate-forme à l'échelle européenne et à la répartition des équipes internes d'investissement et de gestion d'actifs sur dix sites à travers l'Europe. Ces caractéristiques permettent une stratégie diversifiée et granulaire capable à la fois de déceler et de créer de la valeur.

Le maintien de la taille de la stratégie à un niveau maîtrisable - environ 500 millions d'euros au maximum - constitue un autre facteur clé de succès, car il permet au capital d'être investi dans un laps de temps raisonnable, de rester rigoureux sur le plan géographique, et donc d'éviter le risque de changement de style ou d'hypothèses de financement trop agressives.

Rédigé le 26 juillet 2016

# Perspectives de Marché

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



## MENTIONS LÉGALES

Le présent document et ses contenus constituent une présentation conçue et réalisée par 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 26 juillet 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 et AEW Europe 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. **Dans les pays francophones de l'UE** Le présent document est fourni par NGAM S.A ou sa filiale NGAM Distribution. 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 (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

**En Suisse** Le présent document est fourni par NGAM, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

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. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Global Asset Management, incluant Natixis Asset Management, mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

## 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](http://www.ngam.natixis.com)

## 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  
FranceTel: +33 (0)1 78 40 92 00  
[www.aeweurope.com](http://www.aeweurope.com)

## AEW Europe LLP

33 Jermyn Street,  
London SW1Y6DN, England  
AEW Europe LLP est agréée et régulé par la Financial Conduct Authority sous le numéro 518455