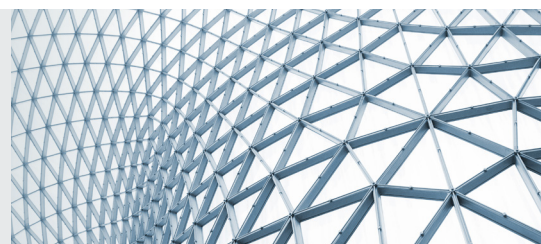


# Le HUB

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



> Plus d'informations sur :  
[im.natixis.com/fr-institutional/le-hub](http://im.natixis.com/fr-institutional/le-hub)

## La dette immobilière : une opportunité en “béton”

Arnaud Heck et Cyril Hoyaux expliquent dans un entretien pourquoi l'incertitude économique ne doit pas détourner les investisseurs de l'immobilier.

### Points clés

- Le marché de la dette immobilière accordée par des prêteurs non bancaires se développe rapidement, et a encore beaucoup de chemin à parcourir avant de jouer pleinement son rôle dans le financement des projets de construction.
- Les instruments de dette sont particulièrement intéressants pour les investisseurs : ils sont protégés par un coussin de capitaux propres, génèrent un flux de revenus réguliers (c.-à-d. non dépendant des produits de la vente), et affichent des valorisations stables.
- Les dynamiques du marché immobilier sont en train de changer, les niveaux de valorisation atteints par certains actifs “core” en Europe apparaissant désormais tendus.
- S'adapter à un environnement changeant exige expérience et compétence. Les forces combinées d'Ostrum pour le crédit et d'AEW pour l'immobilier sont idéales pour déceler de nouvelles opportunités au sein de l'univers des dettes garanties.

### Qu'est-ce qui a changé dans la dette immobilière au cours des dernières années ?

**A.H.:** Le marché non bancaire de la dette immobilière s'est considérablement renforcé. La tendance des banques à se concentrer sur des prêts à court terme s'est poursuivie. Les financements à long terme de projets immobiliers sont en conséquence de plus en plus pris en charge par les investisseurs. On comptait 37 fonds de dette immobilière l'année dernière, contre seulement 10 véhicules lorsque nous avons commencé à investir sur ce marché en 2012. En proportion du marché, les fonds et les compagnies d'assurances ne représentaient qu'un peu plus de 3 % de l'ensemble des prêts financant des projets immobiliers à l'époque. Cette proportion est depuis passée à environ un quart de tous les prêts au secteur. Mais cela n'est toujours pas suffisant pour financer l'ensemble des projets que nous voyons passer. Dans les marchés couverts par nos stratégies, le volume d'émission de dette se situe globalement entre 200 et 240 milliards d'euros chaque année. Le poids croissant des prêteurs non bancaires devrait jouer un rôle de plus en plus important dans un marché en croissance dont la valeur est actuellement estimée à environ 1 100 milliards d'euros. Cet écosystème est toujours en phase de construction.<sup>1</sup>

### Pourriez-vous nous rappeler comment fonctionne la dette immobilière ?

**C.H.:** La dette immobilière est différente d'un investissement direct (en equity)



**Cyril Hoyaux et Arnaud Heck**

sont co-responsables de la plate-forme de dette immobilière formée entre AEW et Ostrum. Ostrum AM (anciennement Natixis AM) et AEW sont des filiales de Natixis Investment Manager

dans des actifs fonciers, bien que ces deux modes aient en commun de solides fondamentaux. Les prêts sont garantis par des actifs immobiliers, ce qui inclut les immeubles de bureaux, les commerces, le résidentiel, les résidences étudiantes, les maisons de retraite, les hôtels, les actifs d'industrie légère et la logistique.

La différence est la suivante : les investissements directs dans l'immobilier peuvent s'avérer volatils et le capital placé est soumis à un risque de perte. De son côté, la dette immobilière tend à procurer des rendements prévisibles et une faible volatilité. Nous investissons dans des prêts immobiliers senior, qui sont les premiers à être remboursés si les choses venaient à mal tourner.

En limitant à 65 % le ratio prêt-sur-valeur (« Loan To Value - LTV») d'un portefeuille de dette immobilière, les investisseurs bénéficient d'une protection complémentaire en cas de baisse. Cela

1. Source : AEW/Ostrum (31/01/2019)



veut dire que l'actif immobilier devra perdre environ 35 % de sa valeur avant qu'une stratégie de prêt senior dotée d'un ratio maximum LTV de 65 % commence à entamer le capital des investisseurs.

## Le marché immobilier n'est-il pas trop risqué actuellement ?

**C.H.:** Oui et non. Les investisseurs réalisent beaucoup d'opérations d'acquisition en Europe et cela a pour conséquence d'augmenter les besoins de financement, ce qui est positif pour nous. Mais le marché a peut-être déjà atteint un sommet dans certains segments, notamment ceux de la logistique et des bureaux dans les principales villes d'Europe de l'Ouest comme Paris, Francfort ou Amsterdam. Mais de nombreux actifs "core" situés dans des régions européennes stables telles que la Belgique ou l'Espagne continuent d'offrir de la valeur. Grâce à notre réseau de 12 bureaux implantés dans toute l'Europe et à nos capacités de recherche, nous couvrons 95 marchés immobiliers locaux. Nous devons ensuite investir dans des sous-marchés où la tendance est positive.

Les incertitudes économiques renforcent l'argument en faveur d'une approche de l'immobilier par l'intermédiaire de la dette. Les taux de recouvrement en cas de défaut sont élevés comparativement aux obligations sécurisée senior, et bien supérieurs à ceux de la dette subordonnée. Dans tous les cas, la dette garantie présente des taux de défaut quasi-nuls. Dans les faits, nous n'avons jamais subi de défaut au cours de nos sept années d'investissement dans la dette immobilière.

## Avez-vous modifié la nature des actifs dans lesquels vous investissez ?

**H.A.:** Nous investissons dans cette classe d'actifs depuis longtemps et avons l'habitude de nous adapter aux nouvelles situations. En fait, nous avons levé plus de 1,5 milliard d'euros depuis qu'Ostrum AM et AEW ont lancé leur plate-forme de dette immobilière en 2012, et nous avons reversé environ 500 millions d'euros aux investisseurs.

Nous avons décidé de ne pas investir au Royaume-Uni pour le moment car nous souhaitons offrir à nos clients stabilité et visibilité, ce qui est actuellement difficile à garantir pour les transactions dans ce pays. Cela n'a pas été une décision facile, mais nous avons fixé des critères rigoureux pour nos investissements et nous ne pouvons pas exposer nos clients à des risques inconnus liés au Brexit, au marché immobilier, à la devise ou aux conditions de refinancement.

Cependant, grâce à la combinaison de l'expertise dans le crédit d'Ostrum et de la présence d'AEW, nous disposons de capacités locales de recherche et de transaction sur l'ensemble des continents, en particulier en Europe où les opportunités sont actuellement foisonnantes. À la recherche de solides profils rendement/risque, nous examinons des actifs situés dans toutes les principales juridictions mais aussi dans certains des plus petits marchés.

Alors que l'Allemagne, la France et le Benelux sont toujours perçus comme le cœur de nos investissements, nous anticipons une augmentation de nos niveaux de prêt, ce qui devrait conduire à des degrés encore plus élevés de sélectivité et de diversification au sein de nos portefeuilles.

## Votre approche d'investissement a-t-elle évolué ?

**C.H.:** Non, mais nous pensons avoir amélioré le processus et la façon dont nous l'expliquons. En substance, nous divisons l'univers des opportunités en matière de dette immobilière en deux grands compartiments, et sélectionnons les actifs dans chacun d'entre eux.

D'un côté, le compartiment principal, dont sont issus 70 % de nos investissements, consiste dans le financement d'actifs standardisés tels que des bureaux ou des espaces de vente et de logistique, dans des pays "core" comme la France, l'Allemagne, le Benelux et l'Espagne. Ces actifs présentent une stabilité de leurs flux de trésorerie.

De l'autre côté, le compartiment "renforcé" est composé de financements de catégories d'actifs alternatifs comme les résidences étudiantes ou pour personnes

âgées, les hôtels, les bâtiments d'industrie légère, ou bien des actifs qui produisent des flux de trésorerie moins réguliers, ou encore des biens situés dans des pays aux économies un peu moins stables. Ce compartiment offre un potentiel de performances plus élevées et représente environ 30 % du portefeuille.

## Chaque bien est différent dans l'immobilier. Comment savez-vous ce que vous achetez ?

**H.A.:** Dans un environnement en constante évolution, vous avez besoin de flexibilité, d'une approche rationnelle en matière de risques, et d'expérience. L'expérience n'est pas juste une question de cheveux gris mais aussi de savoir-faire, ainsi que de maîtrise d'une problématique sous ses différents aspects et d'un réseau étendu de compétences et de contacts. Cette classe d'actifs n'est clairement pas adaptée aux investisseurs novices.

En associant Ostrum AM, spécialiste mondial des produits de taux, et AEW, gestionnaire de classe mondiale dans le domaine des investissements immobiliers, nous pensons que nous disposons d'une flexibilité quasiment sans limite pour nous adapter aux différentes situations. Ostrum AM dispose de 51 gérants de portefeuille, d'une équipe de recherche crédit et de 12 ingénieurs financiers. De son côté, AEW réunit 186 gérants présents sur le terrain et répartis dans 10 pays européens, ainsi qu'une équipe de recherche dédiée à l'immobilier.

Outre le caractère unique de cette combinaison, nos solides capacités de "sourcing" nous ont permis de bâtir notre propre base de données. Cette dernière nous donne accès à un vaste ensemble de transactions et nous permet de payer le juste prix. Il est certes possible d'investir dans des prêts immobiliers en s'appuyant sur des fournisseurs de données externes. Mais disposer de notre propre base de données, unique sur le marché, nous permet de suivre la façon dont le marché évolue en temps réel, et de le comparer aux données historiques afin d'aboutir à des évaluations et des espérances de performance plus précises.

Outre la découverte de transactions, la valeur de cette base de données



propriétaire est de nous aider à comprendre avant nos concurrents la façon dont le marché va évoluer, et ce dans le but de protéger nos investisseurs contre des ruptures brutales de tendances dans le marché.

## Quel est le potentiel de performances aujourd'hui ?

**H.A.:** Nous pensons que la phase actuelle du cycle économique est davantage favorable à la dette qu'aux actions. Grâce à un bon taux de recouvrement sur les prêts garantis senior, les performances devraient s'avérer intéressantes par rapport à d'autres types de créance. Pour les portefeuilles

"investment grade", les performances attendues sont de 125 pb au-dessus du taux sans risque<sup>1</sup>, ce qui correspond à la moyenne d'un certain nombre d'emprunts d'État de la zone euro. Par rapport aux obligations liquides « investment grade », la différence est encore plus frappante : en particulier, la volatilité des valorisations est faible dans notre classe d'actifs par rapport aux niveaux élevés affichés par les actifs liquides.

## Que diriez-vous aux investisseurs novices dans cette classe d'actifs ?

**C.H.:** Nous comprenons que les investisseurs fassent preuve de prudence sur l'immobilier. Nous pensons que les

transactions immobilières seront toujours nombreuses dans les années à venir, mais se concentreront peut-être davantage sur des actifs légèrement différents du passé. La flexibilité et la diversification devraient permettre aux investisseurs en dette immobilière de bénéficier de performances élevées avec beaucoup moins de volatilité que chez beaucoup d'autres instruments de dette.

Achévé de rédiger le 5 mars 2019



## MENTIONS LÉGALES

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France :** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg et en Belgique :** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Suisse :** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, 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 Investment Managers, 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 Investment Managers 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 Investment Managers 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.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

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

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

## Ostrum Asset Management

Un affilié de Natixis Investment Managers  
Société Anonyme  
Capital € 27 772 359  
Agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le numéro GP 18000014  
RCS Paris n° 525 192 753  
43 avenue Pierre Mendès-France  
75013 Paris  
[www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)

## AEW Ciloger

Société par Actions Simplifiée au capital de 828 510 €, dont le siège social est sis à Paris 75008, 22 rue du Docteur Lancereaux  
Domicilié au 22 rue du Docteur Lancereaux 75008 PARIS  
Immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 329 255 046  
Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers le 10 juillet 2007 sous le numéro GP-07000043  
[www.aew.com](http://www.aew.com)

## Natixis Investment Managers

RCS Paris 453 952 681  
Capital: €178 251 690  
43 avenue Pierre Mendès-France  
75013 Paris  
[www.im.natixis.com](http://www.im.natixis.com)