

La dette immobilière sur le marché national et international

Des rendements intéressants, des risques difficilement mesurables

Il existe toutes sortes de bonnes raisons dans l'environnement de placement actuel pour investir dans des crédits garantis par un gage immobilier. Les risques et les rendements y liés sont différents de ceux des obligations et pourtant, on peut considérer cette classe d'actifs comme une alternative aux placements à revenu fixe.

EN BREF

Les hypothèques consenties à des particuliers ne sont qu'une forme parmi d'autres de crédits garantis par nantissement. En se tournant vers les entreprises, on s'ouvre un nouveau spectre d'investissement.

Etant donné que pratiquement toutes les obligations de la Confédération affichent désormais un rendement négatif sur l'ensemble des durées ou presque, les investisseurs cherchent désespérément des placements assurant une sécurité comparable, mais avec un rendement positif en sus.

La dette immobilière peut en partie dépanner les caisses de pensions depuis quelques années.¹ Dans l'article, il sera uniquement question du segment des dettes seniors, les dénommées Senior Private Real Estate Debts (RED pour abrégé).

Que signifie RED?

Dit simplement, il s'agit de créances privilégiées («seniors») qui sont garanties par un nantissement sur un bien immobilier. En plus, elles se caractérisent par le fait qu'elles ne sont pas cotées en bourse («private»).

Prenons à titre d'illustration une entreprise dont la valeur de marché de 10 mios de francs se compose, comme montré dans le graphique de la page 89, d'une dette senior (RED), d'une dette junior et d'equity (participation en actions). A titre de garantie, l'entreprise a constitué un gage immobilier sur les

deux crédits (debt). Les garanties liées aux différentes tranches sont décrites dans le graphique.

Un indicateur important pour l'évaluation d'une RED est le dénommé «Loan-to-Value», autrement dit, le ratio entre le montant du crédit encore dû et la valeur vénale de l'objet. Dans l'exemple proposé, la dette senior présente un ratio prêt/valeur de 65%, ce qui signifie qu'elle est protégée par un tampon de 35% de tranches de financement moins privilégiées.

Quel est le profil réaliste du rendement/risque?

En Suisse, on peut tabler sur un rendement annuel de 2 à 3% pour les RED. Pour un ratio prêt/valeur de 80% qui fait baisser le tampon de sécurité à 20%, le rendement anticipé monte à environ 4 à 5%. Par contraste, la rentabilité d'une dette junior tournerait autour de 6 à 7%, mais en même temps, le risque de crédit serait aussi beaucoup plus élevé.

On peut évidemment se demander pour quelle raison ces rendements sont si sensiblement supérieurs au taux d'intérêt sans risque d'actuellement -0.4% (rendement des obligations de la Confédération à dix ans). Comme nous le savons tous, rien n'est jamais gratuit, il faut donc en conclure que la dette immobilière n'est pas une classe d'actifs sans risque. Deux sources de risque essentielles sont effectivement discernables que le marché honore par une prime appropriée:

– Illiquidité: les RED ne sont pas cotées et donc difficilement négociables.

¹ Jusqu'à la crise financière, ce type de créances était le fief presque exclusif des banques. Mais les nouvelles règles en matière de fonds propres les ont contraintes à restreindre leurs activités dans ce secteur, ce qui a créé des opportunités pour d'autres investisseurs (voir texte d'introduction à la page 63).

- Risque de crédit: la réalisation du gage (de l'objet immobilier) peut ne pas rapporter suffisamment pour couvrir la dette selon la situation du marché, une perte (partielle) est donc possible.

Un mot également à propos de la gouvernance. Seules les très grandes institutions de prévoyance (avec plus d'un milliard d'actifs sous gestion) ont les ressources nécessaires pour investir directement dans des RED, car il faut des recherches très pointues pour comprendre les risques et négocier les contrats. Les petits bailleurs ont toujours la possibilité d'accéder aux RED par le biais de placements collectifs.

Ces risques principaux et d'autres encore qui sont liés aux RED (par exemple le risque de contrepartie) ne sont pas faciles à mesurer. Il manque aussi des indications fiables sur la volatilité des RED à long terme, étant donné que les volumes négociés ne sont pas très importants. Selon la mise en œuvre, la volatilité pourrait tourner autour de 7%.

La corrélation avec l'immobilier et les obligations (taux d'intérêt)

Comme les dettes immobilières ne sont pas cotées et qu'il s'agit d'une forme de placement encore relativement jeune, il faut être très prudent dans l'interprétation des statistiques concernant leur corrélation avec d'autres classes d'actifs. Selon la forme que prend la mise en œuvre, on part d'une corrélation d'approximativement 0.6 avec les obligations et de 0.4 avec l'immobilier.

Une évaluation qualitative des risques de RED

La plupart des investisseurs ont besoin de s'associer les compétences d'un gérant de fortune pour s'engager dans les RED. Ce dernier tiendra notamment compte des critères suivants:

- la solvabilité de l'émetteur ou la qualité des flux de paiement;
- la sécurité des créances et d'autres détails du contrat.

En plus des critères usuels (par exemple le savoir-faire, l'expérience et la gestion des risques), on choisira également son gérant en fonction de sa capacité à découvrir des nouveaux placements («Origination»).

Enfin, il est très important de vérifier de quelle manière sont réglés les conflits d'intérêts potentiels ou effectifs. Au pire des cas, il se pourrait qu'un gérant soit à la fois donneur et preneur de crédit. Des conflits de ce genre sont à éviter dans la mesure du possible.

Des possibilités de sortie restreintes

Compte tenu des contrats de bail sous-jacents, le délai de placement typique dans un fonds RED est de cinq à sept ans. Pendant cette période, il est normalement très difficile de s'en retirer. Mais les placements sont appréciés en tant que source de revenus stables et on les acquiert donc avant tout pour les garder.

Et les hypothèques?

Tout investisseur privé connaît les hypothèques de financement d'un loge-

ment en propriété qui représentent aussi une forme de RED. Une institution de prévoyance peut prêter de l'argent à ses assurés ou à d'autres parties sous forme d'une hypothèque. De telles hypothèques conclues à dix ans rapportent actuellement entre 1.5 et 2% de plus par an que les obligations de la Confédération de même durée. Cependant, l'identification d'opportunités et la constitution représentent un travail considérable pour une institution de prévoyance (voir à ce sujet l'interview Beiner/Ehrensberger, page 95).

La dette immobilière peut-elle être considérée comme un succédané des obligations?

Economiquement parlant, on peut voir dans la dette immobilière une alternative aux placements obligataires car elle rapporte des rendements stables et surtout, positifs. Mais dans la logique de l'OPP 2, elle a le caractère d'un placement alternatif et représentera donc une portion relativement faible du portefeuille d'une caisse de pensions puisque les caisses respectent normalement la limite des 15% postulée dans l'OPP 2 et détiennent aussi d'autres placements entrant dans cette quote-part.

Pour quelles caisses un placement de ce type peut-il convenir?

Un placement de type RED peut seulement entrer en ligne de compte pour les institutions de prévoyance qui ont un horizon de placement long. Cela signifie que la probabilité de restructurations et de liquidations partielles devrait y être relativement faible. Les caisses de grandes entreprises stables et de caisses de pensions publiques (pérennité) devraient inclure les placements de type RED dans leurs options car leur horizon de placement est long et elles pourront donc profiter de la prime d'illiquidité. Les caractéristiques citées conviennent en effet plutôt aux grandes caisses de pensions. **I**

Michael Valentine

Exemple de financement d'une entreprise

Représentation simplifiée des tranches de financement importantes dans le contexte d'un placement RED. La barre bleue en bas (Senior Debt) représente un placement RED avec un ratio prêt/valeur de 65% (6.5 mios/10 mios).

