

IDEES TAUX

15 Décembre 2016

Document destiné aux clients professionnels

La dette sur actifs réels pour les investisseurs institutionnels

- La dette sur actifs réels peut être vue comme une classe d'actifs à part entière. Les actifs de cette classe ont des caractéristiques communes notamment le versement de flux réguliers et sécurisés ainsi qu'un rendement ajusté du risque attractif.
- Les maturités de ces actifs en font des instruments particulièrement intéressants pour les assureurs et les fonds de pensions dans leur adossement aux passifs longs qui les caractérisent.

Les banques sont présentes sur le financement des actifs réels depuis toujours. Mais ces dernières années, les investisseurs institutionnels participent à ces financements, soit directement ou via des fonds de dettes gérés.

Aujourd'hui, cette dette est généralement émise par un *special purpose vehicle* pour financer l'achat, la construction ou le fonctionnement d'actifs réels tels que l'infrastructure, l'immobilier ou l'aéronautique.

En France, les premiers fonds de dette immobilière sont apparus en 2005 et les fonds de financement d'infrastructure en 2013. Le premier fonds européen de financement aéronautique date de 2014. Les mêmes développements sont en cours aux États-Unis.

Dans cet article, nous étudions les caractéristiques spécifiques de cette classe de dettes, ce qui la rend attrayante pour les investisseurs institutionnels et certaines de leurs différences.

Contexte de marché

Le marché des financements **immobiliers** offre une profondeur importante et continue de croître. Les financements immobiliers commerciaux (comprenant les bureaux, commerces, hôtels, résidences étudiantes et EPHAD) représentent 130 milliards d'euros de nouvelles émissions annuellement pour l'Europe de l'Ouest¹. Le marché des financements **d'infrastructure** (routes, réseaux ferrés, aéroports, fermes éoliennes ou solaires, distribution de gaz ou d'électricité...) s'élèvent à 250 milliards de dollars d'émissions au niveau

international pour un total de 800 transactions². Les besoins d'investissements d'ici 2030 représentent 49 000 milliards de dollars au niveau mondial (maintenance et nouvelles constructions)³. Dans le secteur **aéronautique**, les besoins de financements mondiaux atteignent 127 milliards de dollars. Ce montant devrait croître à 172 milliards de dollars d'ici 2020⁴.

Le marché de la dette reste principalement bancaire. Suite aux crises financières et changements réglementaires (Bâle III), la part des investisseurs institutionnels et des fonds de dette a fortement progressé. Pour le marché de la dette immobilière, 20 à 30 % des financements sont désormais désintermédiés. Cette proportion se situe entre 10 et 20 % pour les financements d'infrastructures. Ce mouvement a été soutenu au niveau des institutions, avec l'adoption de la directive *European Long Term Investment Funds* (ELTIF), créant un label reconnaissable notamment pour les fonds de dette actifs réels. Ces fonds permettent de prêter directement sans intermédiaire bancaire entre l'emprunteur et le fonds. Les financements aéronautiques restent une exception, ce marché étant quasiment exclusivement bancaire.

Caractéristiques

La dette sur actifs réels est vue comme une classe d'actif à part entière, non seulement parce que les actifs sont tous physiques et tangibles mais aussi parce que la façon de financer ces actifs est identique. La dette, habituellement à **taux variable**, est généralement mise en place sur un véhicule ad hoc et est **sécurisée** par les actifs détenus et/ou les

² Infrastructure Journal

³ Bridging Global Infrastructure Gaps, June 2016 McKinsey & Company

⁴ Current Aircraft Finance Market Outlook 2016, Boeing Capital Corporation

¹ CBRE, PDI, Cushman & Wakefield

contrats conclus par le véhicule. Les **flux** sont généralement stables et prévisibles grâce aux contrats à long terme qui génèrent les revenus du véhicule. Par exemple, en infrastructure, le secteur public paie un loyer sur une période de 20 à 30 ans pour un hôpital ou une prison. Le principe est le même pour l'immobilier et l'aéronautique.

En l'absence de marché secondaire profond où les dettes d'actifs réels pourraient être échangées sans friction, il n'existe pas de prix *mark-to-market* pour ce type de dette. En outre, l'illiquidité de la classe d'actifs implique qu'une information limitée peut être inférée du prix, lorsqu'il existe, pour estimer la juste valeur de la dette. Par conséquent, ces dettes sont valorisées à l'aide de modèles (« *mark-to-model* »), ce qui permet de conduire des *backtests* et de calculer des indicateurs de risque. Comparé aux classes d'actifs liquides, le niveau de *spread* ajusté du coût de défaut de la dette sur actifs réels, suggère l'existence d'une prime d'illiquidité. Cependant, cette prime dépend des hypothèses du modèle de valorisation retenu.

Rendement et risque de crédit

Pourquoi les investisseurs institutionnels s'intéressent-ils à cette classe d'actif ? Les assureurs et les fonds de pension ont besoin d'actifs à long terme compte tenu du profil de leurs ressources. Ces actifs constituent en outre une source de rendement intéressante dans l'environnement actuel de taux bas.

Les marges offertes par la dette senior adossée à des actifs réels varient de 100 à 300 points de base. Pour une tranche junior, la fourchette s'établit entre 400 et 700 points de base. Le niveau absolu de ces marges est comparable à celles de dette privée des entreprises. Toutefois, une fois pris en compte le risque et la consommation de capital, la dette sur actifs réels affiche des marges nettes bien plus attractives. Pour certaines dettes sur actifs réels, le **taux de défaut** est inférieur à celui observé sur les dettes d'entreprises. Cela est dû au fait que les dettes sur actifs réels sont liées à des contrats à long terme stables. Ces contrats de prêts contiennent des clauses détaillées et suivies régulièrement. En cas de défaut, l'ensemble des sûretés garantit un **taux de recouvrement** moyen élevé. A titre d'exemple :

- Le taux de défaut moyen de la dette infrastructure mondiale, y compris pendant la crise, était inférieur à 1 % ;
- Le taux de recouvrement moyen pour la dette infrastructure pendant la crise a été de 78 %⁵ ;

⁵ Moody's Default and Recovery Rates for Project Finance Bank Loans Study 17 mars 2016 ; Moody's

- La probabilité de défaut de la dette sur l'immobilier commercial en Europe peut être estimée à moins de 2% et le recouvrement à plus de 90% ;
- Les taux de défaut de la dette aéronautique sont en ligne avec ceux de la dette d'entreprises privées. En revanche, les taux de recouvrement sont plus élevés, car un avion peut être facilement repris et revendu. Ainsi, le taux de recouvrement moyen des prêts aéronautiques *senior* sur la période 2000-2013 a atteint 92.2%⁶.

Autrement dit, la **perte attendue** sur cette classe d'actif est généralement faible. Ceci combiné à un **traitement réglementaire favorable** pour les assureurs européens, donne un rendement sur capital corrigé du risque très attractif. Des exemples de rendement corrigé du risque sont indiqués dans la section intitulée « coût du capital » ci-dessous.

Diversification et risques

Diversification La dette sur actifs réels représente une source de diversification. Premièrement, en termes d'allocation, il s'agit d'une nouvelle classe d'actifs pour les investisseurs institutionnels. Deuxièmement, du côté des emprunteurs, un nouveau véhicule est spécifiquement créé pour chaque transaction. Le risque de concentration sur un émetteur est donc limité. Par ailleurs, le profil de défaut, en particulier de la dette d'infrastructure, est très différent de celui des entreprises.

Facteurs limitant les risques Cette classe d'actif comporte des risques spécifiques. Les moyens de les limiter sont cependant bien identifiés. Comme la classe d'actif repose sur des sûretés, la perfection juridique des documents de financement et des sûretés attachées est un enjeu majeur. Le fait de travailler avec des cabinets d'avocats expérimentés et spécialisés est essentielle dans toute approche. Le risque de destruction des actifs constitue un risque « évident ». Toutefois, tout financement comporte un programme d'assurance devant être respecté par l'emprunteur. Le risque de construction fait aussi partie des risques « classiques ». Sa répartition entre l'emprunteur, ses actionnaires, le constructeur et le donneur d'ordre permet de limiter les pertes éventuelles pour les prêteurs. Enfin le risque politique n'est pas à sous-estimer. Il fait l'objet d'une attention particulière. Le recours à des polices d'assurances spécifiques, le financement au côté de multilatéraux ou d'agences de crédit-export réduisent ce risque.

Risque de change Les financements de ces classes d'actifs sont en lien avec l'économie. les

Annual Default Study: Corporate Default and Recovery Rates 1920-2014, 4 mars 2015

⁶ Regulatory Capital Treatment of Aircraft Backed Loans: Basel Data Exercise, Vadim Linestky, Ph.D., 14 octobre 2016

financements s'effectuent en plusieurs monnaies, principalement l'euro, le dollar américain et la livre britannique. La couverture du risque de change revêt une importance particulière pour les investisseurs. Il est nécessaire de mettre en place des politiques de couverture si l'investissement est réalisé dans une devise différente de celle de l'investisseur. Compte tenu du fait que ces actifs ont des maturités longues et inclut la possibilité de remboursements anticipés sans pénalités, ces couvertures de changes sont coûteuses et risquées à long terme. Toutefois, des mécanismes de couverture à coût raisonnable, dit *rolling forwards*, permettent de limiter ce risque.

Coût de capital⁷

Solvabilité II L'infrastructure bénéficie d'un traitement préférentiel sous Solvabilité II, depuis le lancement du Plan d'investissement européen ou "plan Juncker". L'objectif de ce plan est d'encourager l'investissement en Europe dans des secteurs clefs, dont les infrastructures. La dette sur infrastructure éligible présente un *solvency capital ratio* (SCR) environ 30% plus bas que celui appliqué aux obligations et prêts privés de même notation et 44 % plus bas comparativement aux dettes non notées.

La dette non-notée et garantie par un actif est aussi favorisée sous Solvabilité II. En effet, si la valeur stressée du collatéral vaut plus que la dette, le SCR *spread* peut être divisé par deux. Cette configuration se présente en général pour les obligations et prêts collatéralisés par de l'immobilier. En revanche, comme leur collatéral ne réduit pas le SCR, la dette aéronautique doit être notée pour que les hauts niveaux de taux de recouvrement soient reflétés dans la qualité de crédit et donc dans le SCR.

RAROC Le RAROC (*risk-adjusted return on capital*) représente un taux de rendement interne, ajusté du capital réglementaire au titre de Solvabilité II, des probabilités de défaut et du taux de recouvrement. Le RAROC de ces actifs est significativement plus élevé que pour la dette souveraine et le crédit. Cela provient du traitement réglementaire sous Solvabilité II et les taux de recouvrement élevés.

Par exemple, une dette sur actif immobilier affichant une (*spread*) durée de 5,7 années offre un RAROC d'environ 1,8% p.a. Le RAROC moyen pour les dettes souveraines de la zone euro et pour les dettes d'entreprises *investment grade* de même durée est, respectivement, au-dessous de 0,8% et au-dessous de 0,5%⁸. Une dette sur infrastructure, éligible au traitement préférentiel, se comporte de manière

similaire. Son RAROC est autour de 1,8% pour une durée de 7,4, tandis que les dettes souveraines de la zone euro et des dettes d'entreprises *investment grade* n'excèdent pas 1%⁹. Il est intéressant de noter que pour la dette aéronautique, émise en USD, le même effet existe mais avec une différence plus faible entre celle-ci et la dette d'entreprises *investment grade*.

Natixis Asset Management gère de la dette immobilière depuis 2012, année du lancement de son premier fonds sur cette classe d'actif, en collaboration avec AEW Europe, la filiale de gestion du groupe Natixis, spécialisée en immobilier. Ce premier fonds, Senior European Loan Fund I, a permis de lever 323 million d'euros de capital. Le deuxième fonds de dette immobilière a été lancé au premier semestre 2016.

Une équipe expérimentée de 4 gérants de portefeuille spécialisés sur la structuration et la négociation de dette immobilière, infrastructure et aéronautique a récemment rejoint Natixis Asset Management afin de former l'équipe de gestion dette sur actifs réels.

⁷ Pour une discussion plus détaillée, voir « [Solvency II for Real Asset Debt: Specificities of Real Asset Debt under Solvency II](#) » en date du 20 septembre 2016

⁸ Données au 21 novembre 2016

⁹ Données au 21 novembre 2016

Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €
Agrément AMF n°GP 90 009 - RCS Paris n°329 450 738
21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13 - Tél. +33 1 78 40 80 00

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. 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.

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.

Ce document est publié par la Direction de la Communication de Natixis Asset Management.