



N° SPECIAL FINANCEMENTS IMMOBILIERS

**LE PAYSAGE DU FINANCEMENT
IMMOBILIER REMODELE APRES LE
COVID**

PAR DAMIEN GIGUET, SHIFT CAPITAL

**HOTELLERIE - LA MERE DE
TOUTES LES BATAILLES**

PAR CHRISTOPHE MURCIANI

**LE MARCHÉ LOCATIF DE BUREAUX
5 QUESTIONS A YANNIS DE
FRANCESCO, JLL**

**L'EVALUATION ESG D'UN ACTIF
IMMOBILIER**

PAR DIANE VIGNALOU,
ETHIFINANCE

**FINANCER L'IMMOBILIER
LOGISTIQUE**

INTERVIEW CROISEE AVEC
VICTOR MASSIAS, VALOR REAL
ESTATE PARTNERS

—L'ÉDITO



crédit : Acofi / Ph.Zamora

Thibault de Saint Priest
Directeur général d'Acofi Gestion

« Les défis à relever sont nombreux pour tous les acteurs de la chaîne de valeur de l'immobilier, notamment pour les opérateurs et les investisseurs »

La pandémie de la Covid-19 a précipité en quelques semaines le monde dans une nouvelle ère. Nul ne peut encore dire comment les économies et plus généralement les nations vont s'y adapter. Les marchés d'actifs immobiliers n'échappent pas aux conséquences des changements sociétaux induits par cette crise sanitaire mondiale mais force est de constater la résilience dont ils font preuve et l'attrait qu'ils continuent globalement de susciter.

Si tous les marchés immobiliers ne sont pas logés à la même enseigne dans la nouvelle hiérarchie des valeurs qui se dessine, les investisseurs et les financeurs sont ainsi conduits à revoir leur grille d'analyse des actifs et à infléchir leurs stratégies de déploiement ou d'arbitrages.

Nombreux sont les facteurs qui dessinent le nouvel environnement qui s'annonce. En premier lieu, le choc économique brutal né de la prolongation de la pandémie et des phases de confinement décidées par les gouvernements d'un grand nombre de pays laisse augurer la poursuite d'une longue période de taux bas.

D'un point de vue sociétal, de nouveaux comportements et de nouveaux usages naissent des soudaines ruptures organisationnelles des entreprises avec notamment la généralisation du télétravail et le recours massif aux outils de visioconférence. Les contraintes sanitaires tout comme les changements de modes de consommation dessinent de nouvelles perspectives d'usages de l'immobilier. Ces transformations n'affectent pas que l'immobilier d'entreprise, elles pourraient bien se faire sentir sur l'immobilier résidentiel avec des mouvements de désaffection à l'égard de certaines concentrations urbaines au bénéfice de villes régionales, la recherche déjà attendue de nouveaux modes d'accès à la propriété des logements et le besoin de nouvelles fonctionnalités dans les logements où cohabiteront de plus en plus des usages domestiques et des usages professionnels.

L'immobilier logistique devrait tirer avantage des nouveaux modes de consommation (livraison à domicile, « click and collect ») tandis que l'immobilier de commerce et l'immobilier de loisirs (dont les hôtels) devraient souffrir durablement de la prolongation des contraintes de circulation un peu partout dans le monde.

À ces ruptures s'ajoute le mouvement de fond que représente l'exigence généralisée d'une meilleure prise en compte des enjeux climatiques et environnementaux. Même si, ne nous y trompons pas, le monde d'après Covid-19 conservera beaucoup de caractéristiques du monde d'avant, toutes ces mutations annoncent une nouvelle hiérarchie des préférences des investisseurs et donc des valeurs des actifs immobiliers. Ainsi, les défis à relever sont nombreux pour tous les acteurs de la chaîne de valeur de l'immobilier, notamment pour les opérateurs et les investisseurs ainsi que pour ceux qui financent leurs développements et leurs acquisitions.

Dans ces temps d'incertitude, le couple rendement risque de la dette immobilière est un facteur d'intérêt pour les investisseurs institutionnels. S'agissant de la nouvelle dette senior en euros, les ratios de levier restent maîtrisés autour de 60 à 65 % en moyenne de la valeur réelle des actifs ajustée des effets de la crise Covid. La demande de financements reste quant à elle soutenue au moment où les banques vont devoir réduire leur exposition par l'effet de l'entrée en application de Bâle IV. Cet environnement conduit à un rendement absolu stable entre 2% et 2,5 %, devenant très attractif au regard d'emprunts d'Etat certes plus liquides et faisant l'objet d'un marché de prêt emprunt de titres mais dont le rendement actuariel est autour de -0,4%. Le regain d'intérêt est ainsi marqué pour cette classe de dette peu risquée et qui bénéficie à ce titre d'un traitement prudentiel favorable pour les assureurs sous Solvency 2.

Acofi a choisi de longue date une approche originale en matière de dettes immobilières senior en privilégiant chaque fois que cela est possible une origination propriétaire plutôt que l'accès à ce marché via les syndications. Nous y voyons le gage d'une grande autonomie tant dans l'instruction des projets que dans la gestion des créances. Ce mode d'intervention est un facteur d'amélioration très significative de la marge captée au profit des investisseurs. Enfin, par l'incitation directe qu'elle permet d'exercer sur les engagements des acquéreurs d'actifs immobiliers, c'est un puissant vecteur d'impact au regard des enjeux environnementaux que nous devons collectivement tous adresser.

En lançant cet automne le fonds RED VI Impact, Acofi innove en intégrant cette nouvelle dimension d'impact sur les fonds de dettes immobilières. A ce titre, Acofi s'engage tout autant que les emprunteurs que nous allons accompagner dans une voie qui devrait connaître de nombreux développements.

Le paysage du financement immobilier remodelé après le Covid

DAMIEN GIGUET, SHIFT CAPITAL

La crise mondiale du Covid et les divers épisodes de confinement ou de couvre-feu qui s'en sont suivis – et qui s'en suivent encore – ont eu un impact significatif sur de nombreux secteurs d'activité, et notamment certains en relation directe avec l'immobilier, comme l'industrie du tourisme et de l'hôtellerie ou le commerce.



L'accroissement attendu des défaillances d'entreprises va immanquablement entraîner des défauts auprès des établissements bancaires qui devront passer des provisions plus importantes, elles-mêmes ayant un impact sur les ratios de fonds propres et l'offre de crédit.

Un rétrécissement de l'offre de crédit

Un rétrécissement de l'offre de crédit et une augmentation de son coût sont attendus sur l'ensemble des secteurs d'activité, dont bien entendu l'immobilier, même si ce dernier n'est pas directement affecté par la crise du Covid, à l'exception de l'hôtellerie. Nous devrions donc observer ce que l'on observe à chaque crise, à savoir un « flight-to-quality », les prêteurs privilégiant les meilleurs couples rentabilité/risque disponibles, et une augmentation des marges.

Après une quasi-mise à l'arrêt de l'octroi de crédit pendant le confinement en France, les prêteurs ont relancé leur activité dès le mois de mai, en réévaluant leurs critères d'intervention : ainsi sont privilégiés les secteurs s'étant montrés les plus résilients pendant le confinement, à savoir le résidentiel et la logistique, qui ont aujourd'hui la faveur des comités de crédit. A contrario, l'hôtellerie et le commerce sont souvent rejetés par ces derniers. En

ce qui concerne les opérations tertiaires, la liquidité est encore assez largement disponible pour le « core » et le « core + » bien situés. Certains prêteurs, peu nombreux, sont restés dans le créneau du « value-add » et ont aujourd'hui le choix des meilleures localisations, en délaissant les localisations moins établies.

Au niveau des quotités de financement, on observe généralement un rétrécissement de 5 à 10 points des ratios de loan-to-value (LTV), l'équilibre s'établissant dans la plupart des cas entre 55% et 60% de la valeur vénale de l'actif, et limité à 50% pour les opérations de type « value-add ».

Les marges sont orientées à la hausse, du fait du décalage entre l'offre et la demande mais aussi de l'augmentation des coûts de liquidité de certaines banques, notamment allemandes, très actives

sur le secteur du financement immobilier. Si les marges appliquées sur les deals « prime » ont assez peu évolué, la concurrence se concentrant sur ce type d'actifs, les écarts observés avec la période pré-Covid peuvent être beaucoup plus importants, parfois supérieurs à 50 points de base, sur les opérations plus risquées.

Une opportunité pour les prêteurs alternatifs

Ce contexte présente bien entendu une opportunité pour les prêteurs non-bancaires, dits alternatifs. Parmi eux les fonds de dette senior sont très sollicités depuis le début de la crise du Covid. Les fonds de dette dont le modèle repose sur la syndication ou la participation à des club deals aux côtés de banques traditionnelles voient leur potentiel limité par le manque d'appétit de ces dernières, auxquelles il est demandé généralement

EVOLUTION DE L'APPETIT DES PRETEURS PAR CLASSE D'ACTIFS

Type	LTV max		Pricing (bp)		Appétit
	Avant	Après	Avant	Après	
Bureaux	65%	60%	150	200	↘
Résidentiel	65%	60%	150	150	=
Industriel	60%	55%	175	175	=
Commerce	65%	50%	150	200	↘↘
Hôtellerie	60%	-	175	-	↘↘↘

Base : opération Core + type



une participation significative. En revanche, les prêteurs capables de prêter en direct, ou ayant la capacité de prendre ferme des opérations à 100% ont l'opportunité de se démarquer, en restant sur la zone de risque délaissée par les banques, et en en obtenant la rémunération. L'enjeu pour ces acteurs, encore peu nombreux, capables de fournir une offre complémentaire de financement en ligne avec la demande des investisseurs immobiliers, est davantage d'assurer leurs levées de fonds que de sourcer les opérations.

Les fonds de dette mezzanine ou junior ne sont pas en reste, ayant aujourd'hui la possibilité de combler le gap de LTV laissé vacant par les banques classiques. Ces fonds « high yield », parfois suffisamment polyvalents pour proposer des solutions en mezzanine ou en unitranche, sont aujourd'hui sollicités pour financer les opérations, notamment opportunistes, délaissées par les banques, et réussissent sans beaucoup de difficulté à placer des montants importants à des prix très élevés, généralement supérieurs à 600 bps, sur des opérations qualitatives avec des sponsors reconnus.

Le marché de l'investissement a été extrêmement actif jusqu'en mars 2020, et malgré le contexte et une baisse programmée des transactions,

a conservé une certaine inertie, qui couplée au ralentissement d'activité des banques, a entraîné un allongement des délais de traitement, d'analyse et de passage en comité de crédit chez les banques. Ici encore, les prêteurs non-bancaires avec des règles de décision plus optimisées, ont marqué des points en étant capables de signer des transactions dans des délais serrés.

« Les fonds de dette mezzanine ou junior ont aujourd'hui la possibilité de combler le gap de LTV laissé vacant par les banques classiques »

Les debt advisors comme outil d'aiguillage et comme gage de sécurité

Au milieu de cet environnement de prêteurs en évolution constante et rapide, les « Debt Advisors » sont de plus en plus sollicités par les investisseurs. Ceux-ci font appel à leur connaissance fine et sans cesse réactualisée du marché de la dette, des acteurs établis ainsi que des nouveaux entrants, de leurs politiques de financement pouvant évoluer en quelques semaines, de l'évolution des prix, des LTV, des

covenants et des structurations exigées.

D'autre part, ces acteurs, outre leur position d'intermédiaire qui permet souvent la fluidité de la communication entre les parties et la facilitation des transactions, permettent souvent de sécuriser le processus de closing en restant au plus près des équipes des prêteurs, aussi bien pendant l'analyse et la structuration que pendant la phase de mise en place.

La bonne nouvelle est que, contrairement aux crises précédentes, les marchés de capitaux sont mieux organisés, notamment grâce à l'asynchronicité que représentent les prêteurs alternatifs, non tributaires des déboires bancaires. Aujourd'hui, il est possible de mettre une poche de capital en face d'à peu près chaque situation de financement. Le nouvel enjeu est de savoir l'identifier. ●

Point sur le marché locatif de bureaux

5 QUESTIONS A

YANNIS DE FRANCESCO, DIRECTEUR AGENCE GRANDS PROJETS, JLL



Quelles tendances se dégagent dans le comportement des preneurs ?

Si on analyse les dernières transactions de plus de 5 000m², on remarque qu'à 40% la motivation première des preneurs était l'amélioration de l'environnement de travail qui le plus souvent est liée à la mise en place de politiques de télétravail ayant pour conséquence une organisation en flex-office. Pour 20% d'entre eux la motivation principale était celle d'un regroupement ou d'une consolidation, ce qui somme toute reste assez classique chez les grands utilisateurs.

« On remarque qu'à 40% la motivation première des preneurs est l'amélioration de l'environnement de travail »

Au même niveau, on trouvait la croissance des effectifs et on a fort à parier que cette motivation devrait

dégringoler dans les prochaines semaines compte tenu du contexte macro-économique que nous subissons. En revanche, nous devrions voir fortement progresser la recherche d'économies, ce qui devrait avoir pour conséquence d'observer des phénomènes de report de Paris vers les proches périphéries.

De manière générale, on est sur une accentuation de phénomènes déjà observés avant le Covid, à savoir :

- La recherche de plus de centralité pour attirer les talents, l'adresse à Paris étant un must.
- La mise en place de politiques de télétravail régulier avec une moyenne autour de deux journées, qui induit généralement une réduction de surfaces.
- La recherche de solutions plutôt horizontales sur des immeubles dits « code du travail ».

Concernant ce dernier point, les mesures barrières que les sociétés doivent impérativement respecter ces temps-ci, ne favorisent pas la

commercialisation d'immeubles de grande hauteur dans lesquels l'utilisation des ascenseurs est inéluctable et pour lesquelles l'ouverture des fenêtres n'est pas possible.

Si on devait donner un profil type de l'immeuble plébiscité, il s'agirait d'un immeuble neuf ou lourdement restructuré, code du travail, parisien mais pas forcément situé dans un quartier d'affaires établi. On recherchera plutôt une vie de quartier animée et agréable, qu'un environnement purement business. Les temps changent...

Puisque 83% des français avaient repris le chemin du bureau au début de l'été, commence-t-on à discerner des modifications d'usage ?

Effectivement les Français ont été les premiers à revenir massivement au bureau au niveau européen, ce qui prouve notre attachement à notre environnement de travail. Pour l'instant l'organisation de l'espace est encore très contrainte par les mesures de distanciation liées à la crise sanitaire.

On imagine tout à fait que certaines tendances puissent perdurer, et notamment la recherche d'immeubles dont on peut ouvrir les fenêtres pour permettre une aération maximale des plateaux par exemple.

Par ailleurs, la mise en place du télétravail impactera massivement la configuration et l'organisation des bureaux avec la mise en place d'espaces de convivialité, d'échange et de réunion beaucoup plus largement dimensionnés. Là encore, une



accentuation de phénomènes déjà observés ces dernières années. De même le fonctionnement en présentiel/distanciel impliquera de généraliser l'implantation de petites salles de réunion dans lesquelles les collaborateurs pourront se réunir via Teams, Zoom et autres. Les conséquences techniques sur les immeubles seront fortes avec la nécessité de renforcer considérablement les capacités de rafraîchissement de ces espaces de réunion.

« Les conséquences techniques sur les immeubles seront fortes »

Dans leur gestion de trésorerie, les bailleurs font-ils évoluer l'étalement dans le temps des périodes de franchise ?

Pas particulièrement, le plus souvent ils cherchent surtout à répondre au mieux aux souhaits des preneurs. Les marchés devenant de plus en plus offreurs, on voit surtout émerger la nécessité de rendre les baux plus flexibles. A titre d'exemple, on a récemment vu un investisseur proposer de signer un bail de neuf ans avec la possibilité de restituer jusqu'à 30% des surfaces pendant la première période triennale. Ceci donnant l'opportunité à l'entreprise d'adapter son besoin à l'évolution de son business. Plutôt malin !

Quelle est l'attitude des bailleurs quant à la solvabilité des locataires pour les grandes transactions ?

Les bailleurs ont été surtout très regardants et exigeants sur les garanties offertes par le monde du serviced office, pour lequel on a enregistré près de 500.000m2 de bureaux loués ces cinq dernières années à Paris. Pour le reste, rien de nouveau, la clientèle qui consomme de grandes surfaces est généralement très solvable.

La pandémie a-t-elle révélé une progression « indue » des loyers provoquée par la prééminence des co-workers au cours des 3 dernières années ?

Les loyers ont effectivement fortement progressé ces derniers mois et plus particulièrement dans le quartier central des affaires où le loyer prime s'établit à 870€/m2. Ceci étant très directement lié à la situation de sous-offre dans laquelle se trouvent tous les arrondissements parisiens. Avec des taux de vacance très largement en dessous de 5%, le rapport de force est clairement en faveur des bailleurs. Bien sûr, la surconsommation de surfaces observée par les acteurs du co-working a eu un effet direct sur la raréfaction de l'offre de qualité.

En dehors de Paris, on observe des fortunes diverses, avec des territoires très/trop offreurs comme la péri-Défense par exemple où l'on enregistre un taux de vacance record à quasiment 17%. Nous aurons forcément des situations dites de repricing que l'on rencontre déjà à la Défense par exemple où les livraisons massives à venir font craindre une situation de sur-offre. ●

Acofi Gestion et Valor Real Estate Partners : financer l'immobilier logistique

INTERVIEW CROISEE

BENJAMIN DEBRE, GERANT - FONDS DE PRETS IMMOBILIERS (ACOFI GESTION)

VICTOR MASSIAS, PRINCIPAL (VALOR REAL ESTATE PARTNERS)

Victor Massias (Valor Real Estate Partners) : Pourquoi aimez-vous la logistique ?

Benjamin Debré (Acofi Gestion) : La logistique est une classe d'actifs qui a souvent été mal considérée par les différents acteurs, qu'ils soient publics (consommateur de foncier, peu générateur d'emploi et source de nuisances pour le voisinage), ou investisseurs (bâti simple et peu différenciant...). Cette classe d'actifs se retrouve aujourd'hui mise en avant, symbole des mutations urbaines, des évolutions de nos modes de consommation, de la mondialisation et de la prééminence du commerce en ligne.

« Cette classe d'actifs se retrouve aujourd'hui mise en avant, symbole des mutations urbaines, des évolutions de nos modes de consommation »

Auparavant limitée à de l'entreposage simple le long de la dorsale, la logistique a su se diversifier et s'adapter rapidement aux nouveaux besoins

d'immédiateté des consommateurs. Les délais de livraison, la proximité avec le client final sont devenus critiques dans le choix des implantations.

Le secteur rassemble aujourd'hui toute la chaîne de distribution, allant du point de production/importation, à la distribution à l'utilisateur final, en passant par le stockage, la messagerie et la logistique du dernier kilomètre.

L'actif logistique est donc passé d'une construction simple avec peu de valeur ajoutée à des actifs techniques et technologiques (robotisation, stockage en hauteur, digitalisation...).

Toute cette chaîne de valeur est malheureusement porteuse d'une empreinte carbone (flux de transport carbonés, passoires thermiques, déchets, pollution...) forte et les défis liés à son amélioration sont nombreux et vont se traduire par une mutation en profondeur qu'il va falloir accompagner.

La classe d'actifs a su montrer sa résilience et s'est largement institutionnalisée ces dernières années.

VM : Qu'appréciez-vous chez Valor ?

BD : Les investisseurs spécialisés dans la classe d'actifs se sont multipliés et la chasse au portefeuille de qualité est devenue monnaie courante, tirant les prix



Benjamin Debré
Acofi Gestion

vers le haut.

Valor, à l'image d'Acofi, s'est positionné sur un créneau de niche, à la recherche constante d'opérations off-market, détenues par des privés, qui passent sous les radars de ces gros institutionnels, qui demandent un travail important de repositionnement, ou encore qui anticipent les évolutions des micro-marchés dans lesquels ils sont situés. Ce positionnement lui évite de faire face à une concurrence déraisonnable et lui permet d'optimiser ses investissements.

La création de valeur s'appuie non pas sur une compression des taux ou encore d'une hausse des loyers mais se fait par un travail important de repositionnement d'actifs préalablement mal gérés, ou datés, et en les adaptant à la demande de demain.



Valor, par le biais de ses équipes ici représentées par Victor, s'est spécialisé dans la recherche de ces actifs situés dans des marchés en croissance ou en développement.

VM : Si nous avons une stratégie d'ouverture sur d'autres marchés européens, nous accompagneriez-vous ?

BD : Acofi couvre cinq marchés immobiliers européens que sont la France, l'Allemagne, l'Espagne, les Pays-Bas et l'Italie, et dispose déjà d'une connaissance de leurs marchés logistiques.

Nous disposons aujourd'hui d'un réseau unique d'acteurs locaux (avocats, notaires, brokers, conseils en financement et investisseurs) qui nous permet d'avoir une bonne connaissance et une excellente couverture locale et c'est donc naturellement que nous vous accompagnerons le jour où vous décideriez d'étendre vos investissements à l'un ou l'autre de ces nouveaux marchés. S'inscrire dans une démarche européenne sur la classe d'actifs logistique est une approche cohérente avec la réalité des acteurs et du commerce européen ou mondial, la chaîne de valeur commençant au niveau des points d'entrée en Europe (ports, aéroport, gares de fret...) et allant jusqu'à la logistique du dernière kilomètre au cœur des villes.

La société de gestion s'est structurée de telle façon à pouvoir accompagner en direct ses emprunteurs sur les différents pays cibles et a été le premier prêteur français à octroyer un prêt en direct sans passer par un intermédiaire dès que la législation l'a permis.

BD : Quelle est votre stratégie de financement ? Qu'attendez-vous d'un prêteur ?

VM : Bien que nous ayons la capacité d'acquérir en fonds propres nous essayons typiquement d'avoir un ratio de loan-to-value d'environ 60% à

l'acquisition. Etant donné le profil de nos opérations (granularité, valeur ajoutée, délai réduits) nous recherchons un prêteur ayant une excellente connaissance du marché et de l'environnement juridique. Il est par ailleurs primordial de pouvoir compter sur un partenaire réactif et fiable dans un environnement particulièrement concurrentiel. Enfin, il est nécessaire que le prêteur soit flexible et force de proposition dans la structuration afin de permettre un montage optimal.



Victor Massias
Valor Real Estate Partners

BD : Qu'est-ce qui différencie Acofi des autres prêteurs avec lesquels vous travaillez ?

VM : Acofi occupe une niche particulièrement intéressante pour nous. Elle fait le lien entre les grandes banques classiques qui privilégient les portefeuilles et/ou des actifs de bureaux sécurisés, et les fonds de dettes principalement anglo-saxons, moins avertis au risque mais dont les marges sont trop élevées dans le cadre d'une stratégie « build-to-core ».

Nous apprécions tout particulièrement leur niveau d'analyse, qui ne se limite pas uniquement aux cash flows mais prend en compte le sous-jacent et le travail de l'asset manager. Ceci leur permet d'avoir une approche pragmatique et efficace. Nous avons ainsi pu constater leur réactivité et leur fiabilité, ce qui nous permet de nous concentrer sur les aspects plus opérationnels de nos transactions. Cette stratégie orientée business et leur capacité à financer toute typologie de profil de risque (core+,

renovation, vacance...) les distingue clairement de leurs concurrents. Au cours des dernières années, nous avons développé une approche partenariale et sommes actuellement en discussion pour la mise en place d'un financement innovant, incluant des mécanismes d'incitation en cas de réalisation d'objectifs extra-financiers au sein de nos bâtiments.

« Nous sommes actuellement en discussion pour la mise en place d'un financement innovant »

BD : Où voyez-vous Valor dans les 5 prochaines années ? Quelle est votre vision du marché ?

VM : Nous sommes convaincus que notre classe d'actifs se montrera résiliente dans le contexte actuel.

Nous allons continuer à lever et déployer des fonds. L'augmentation de nos actifs sous gestion se fera principalement par l'agrégation d'actifs unitaires mais nous regarderons aussi les acquisitions de portefeuilles en fonction de l'évolution des conditions de marché et des opportunités. Nous prévoyons également d'investir dans de nouveaux marchés (comme Lille ou Marseille en France, mais aussi dans de nouveaux pays comme l'Italie, l'Espagne ou les Pays-Bas). La part des projets de (re)développement devraient également continuer d'augmenter afin de pouvoir livrer aux clients des produits répondant parfaitement à leurs attentes, dans un marché où le manque d'offre de qualité se fait de plus en plus sentir.

Enfin, nous accordons bien évidemment la plus grande importance au développement des mesures ESG et continuerons d'être exemplaires dans ce domaine. ●

L'évaluation ESG d'un actif immobilier

DIANE VIGNALOU, MANAGER - ACTIVE OWNERSHIP, ETHIFINANCE



Le secteur immobilier est l'un des plus importants émetteurs de gaz à effet de serre au niveau mondial. En France, la consommation d'énergie des bâtiments représentait environ 26% des émissions de gaz à effet de serre en 2016, et 45% de l'énergie finale consommée. Ce constat explique que, dans un premier temps, la prise en compte de critères extra-financiers dans l'immobilier se soit focalisée sur les enjeux environnementaux, et même énergétiques. Initiées suite au premier choc pétrolier en 1974 en France, les réglementations thermiques successives ont mis l'accent sur la performance énergétique des bâtiments.

De l'E à l'ESG

Toutefois, la prise en compte croissante des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans les investissements, focalisée dans un premier temps sur les investissements cotés, a progressivement essaimé vers les autres classes d'actifs, et notamment l'immobilier. La dynamique d'intégration ESG dans l'immobilier a été consacrée, en France, par la mise à jour du référentiel du label ISR d'Etat afin d'intégrer les fonds immobiliers.

Or, l'une des pierres angulaires de l'investissement responsable est l'évaluation ESG des actifs. Les enjeux extra-financiers sont d'autant plus matériels dans le cadre des investissements immobiliers que ce sont des actifs de long terme, et les risques et opportunités ESG se matérialisent sur un horizon long. De plus, certains enjeux ESG ont une dimension locale, tels que les événements météorologiques ou les relations avec les communautés locales, et le bâtiment a une empreinte résolument locale.

Des enjeux généraux, une approche particulière

Il n'existe pas une approche unique pour évaluer un actif immobilier. La diversité de la nature du bâti, la multitude de parties prenantes et les stades de cycle de vie du bâtiment appellent à des référentiels sur-mesure, s'adaptant aux

spécificités du bâtiment. Une fois les principaux enjeux identifiés, il s'agit de préciser les critères d'évaluation permettant de synthétiser les performances d'un bien immobilier. Les indicateurs peuvent être de nature quantitative comme qualitative.

« Il n'existe pas une approche unique pour évaluer un actif immobilier »

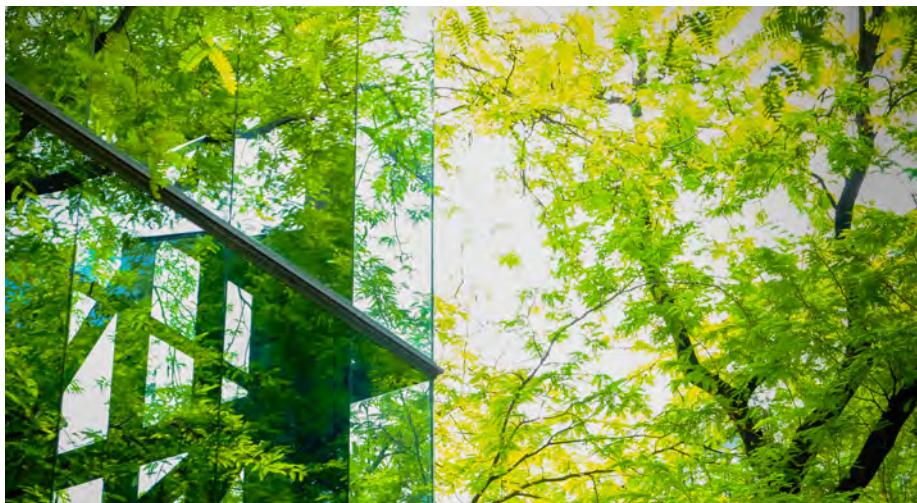
Sur le volet environnemental, l'existence de labels environnementaux permet d'attester des performances environnementales dans la phase de conception ou d'exploitation. Ensuite, les principaux enjeux analysés concernent l'énergie, l'eau, les émissions de gaz à effet de serre, la gestion des déchets et la biodiversité. L'analyste s'intéresse à des indicateurs chiffrés comme les émissions de CO2 et la consommation d'énergie, ainsi que le taux de signature d'annexe environnementale mais également à des indicateurs qualitatifs comme la réalisation d'une cartographie des risques climat ou la présence d'un dispositif permettant le tri des déchets, le cas échéant.

Le volet social aborde des enjeux relatifs à la santé-sécurité des salariés (d'un hôtel par exemple) et des

prestataires externes (société d'entretien ou de maintenance) mais également le confort et la satisfaction des locataires et usagers du bien (résidents des EHPAD, clients des commerces, etc.). L'analyse s'intéresse également à l'accessibilité du bâtiment pour les personnes à mobilité réduite et grâce à des transports propres.

Enfin, l'étude de la gouvernance se focalise sur les politiques et pratiques des différentes parties prenantes de l'actif, telles que l'administrateur du bien, les prestataires de maintenance, le maître d'ouvrage, le promoteur ainsi que les locataires et usagers. Par exemple, l'évaluation des prestataires de maintenance s'intéresse à l'existence d'une démarche de développement durable et l'engagement de ne pas recourir au travail non-déclaré. Les impacts du bien sur la société sont également évalués. Ils peuvent être de différentes natures, contribution au développement économique local à travers le recrutement local ou impact sociétal positif pour des résidences intergénérationnelles par exemple.

Les enjeux généraux sont déclinés en indicateurs tenant compte des particularités et de la nature de l'actif. Ainsi, dans le cadre de l'évaluation d'un hôtel, un accent particulier peut être mis sur la santé-sécurité des salariés et salariés des prestataires externes (personnel de chambre, réceptionniste, restaurateur) et sur la lutte contre le



travail illégal tandis que pour l'évaluation d'un EHPAD, le volet social pourra notamment aborder l'accueil des résidents, les mesures prises pour le maintien de leur vie privée et de leur vie sociale.

Enfin, l'évaluation ne se concentre pas sur les mêmes enjeux si l'actif est en cours de construction. Dans ce cas, le référentiel d'évaluation est plus restreint, du fait d'une quantité moindre d'informations disponibles et se focalise sur les politiques et pratiques responsables mises en place dans la construction. Ainsi, l'existence d'une charte « chantiers à faibles nuisances », la prise en compte du cycle de vie des matériaux utilisés (sourcing, récupération, réutilisation, etc.) ou encore la santé-sécurité sur le chantier pourront être évaluées.

Un processus d'évaluation laissant une grande place au dialogue

EthiFinance a développé ses premières méthodologies d'évaluation ESG d'actifs immobiliers en 2011. Le processus d'évaluation d'un actif immobilier repose largement sur le dialogue avec les parties prenantes du bâtiment, en premier lieu les exploitants, le property manager et le gérant. Les données n'étant pas publiques, la collecte est réalisée par les parties prenantes, qu'EthiFinance accompagne afin d'assurer la qualité de l'information collectée. Après presque dix ans

d'expérience dans l'évaluation ESG, EthiFinance a réalisé plusieurs constats. Premièrement, l'évaluation ESG d'un actif immobilier est pertinente quelle que soit sa taille, à condition d'adapter les référentiels ou les méthodologies de scoring à de plus petites structures. Deuxièmement, les principales difficultés dans l'évaluation résident dans la disponibilité et la fiabilité de l'information. En effet, même les données énergétiques, qui sont apparemment mieux traitées, représentent des défis en termes de qualité et d'exhaustivité. Enfin, contrairement à l'évaluation ESG d'une entreprise, la diversité d'interlocuteurs complexifie la collecte de l'information, et donc le traitement de l'information.

« Les principales difficultés dans l'évaluation résident dans la disponibilité et la fiabilité de l'information »

Pour conclure, l'évaluation ESG d'un actif constitue le point de départ à l'investissement responsable. Celle-ci met en lumière les caractéristiques ESG du bien et les principaux axes d'amélioration. Au-delà de ces constats initiaux, les parties prenantes peuvent également bâtir une trajectoire d'impact sur la base d'incitations à améliorer

l'état de l'immeuble. Le prochain défi pourrait consister à développer un comportement « à impact », par exemple chez les prêteurs, qui fourniraient des financements incitatifs sur la base de cette évaluation originelle. Même positionnés « à distance » de l'actif, les prêteurs participeraient à accompagner les investisseurs les plus engagés. ●

Hôtellerie – la mère de toutes les batailles

CHRISTOPHE MURCIANI, DIRECTEUR - FONDS DE PRETS IMMOBILIERS, ACOFI GESTION

Alors qu'elle avait pleinement profité de la mondialisation, tant grâce à la démocratisation du transport aérien pour les touristes, que par le niveau des échanges pour la clientèle d'affaires, l'hôtellerie française a souffert davantage que les autres classes d'actifs depuis l'éruption de la pandémie de Covid-19.



Les perspectives de reprise continuent de susciter des interrogations qui oscillent au gré des nouvelles sanitaires. Toutes les catégories, toutes les destinations ne sont pas touchées de la même manière, et distinguer entre les modes d'exploitation (bail, franchise, gestion...) devient crucial pour les investisseurs et les prêteurs.

Les effets de la pandémie ont été particulièrement sévères jusqu'au mois de juillet. Pendant l'été, les restrictions de voyage ou les inquiétudes légitimes ont poussé la clientèle française vers les destinations hexagonales, avec en tête les destinations littorales (préférées aux zones urbaines denses) et la montagne (envie d'espace et de grand air). Les tarifs ont résisté avec une évolution du prix moyen par chambre comprise entre -29% et +13% sur un an, les RevPAR (revenue per available room) ayant quant à eux reculé de 32 à 74% (!). Schématiquement, plus on monte en gamme, plus forts sont les reculs,

phénomène exacerbé par la dépendance à la clientèle internationale.

La situation est plus délicate encore dans le haut de gamme parisien, avec des palaces qui sont demeurés clos ou n'ont proposé qu'une fraction de leurs chambres à la vente. Ici les données manquent pour être significatives.

A l'inverse de l'hôtellerie de centre-ville, les villages de vacances ont enregistré de bonnes performances opérationnelles, avec des taux d'occupation proches de 80%.

En matière d'appréciation du risque, l'hôtellerie illustre parfaitement les deux mesures qu'un investisseur ou un prêteur immobilier analyse finement : la probabilité de défaillance de l'emprunteur, et la sévérité de la perte en cas de défaut. Ainsi l'hôtellerie de *resort* présente une moindre probabilité de défaut puisque ses performances opérationnelles estivales ont reconstitué sa trésorerie, tandis que



l'hôtellerie de centre-ville reste fermée. A l'inverse, l'hôtellerie de centre-ville, offrant valeur alternative en cas de reconversion en bureaux ou en logements (souvent son usage d'origine), présente une plus faible perte en cas de défaut. C'est ce dernier critère qui semble primer chez les investisseurs, puisqu'on a vu quelques transactions à Paris intra-muros (4 cessions pour un ticket moyen de 35 millions d'euros) et peu ou pas de transactions dans la famille des *resorts*. On a même assisté à un record pour la vente d'un hôtel loué à son opérateur, avec un taux de rendement de 3.60% !

Plus encore que pour les autres catégories d'immeubles, les hôtels présentent une grande diversité de situations et nul doute que des opportunités naîtront de la crise actuelle. C'est en tout cas le postulat des acteurs qui ont levé dès cet été des capitaux importants à déployer sur ce secteur. ●

EVOLUTION DES INDICATEURS (PERIODE JANVIER-AOÛT) ENTRE 2019 ET 2020

Destination	Prix moyen	RevPAR
Hôtellerie de Luxe Côte d'Azur	-29%	-74%
Economique Paris	-14%	-69%
Hôtellerie en régions toutes catégories	+1%	-45%
Milieu de gamme littoral	+13%	-32%

Source : InExtenso

ACTUALITÉ DU FINANCEMENT ALTERNATIF

est une publication éditée par Acofi Gestion :

ACOFI

58 bis, rue La Boétie 75008 Paris | Tél : +33 (0)1 53 76 99 99
Société anonyme au capital de 3 000 000 euros | RCS : 415 084 433

Directeur de la publication : Thibault de Saint Priest
Credit de couverture : Shutterstock

contact@acofi.com
www.acofi.com