

Opportunités d'externalisation des actifs hôteliers en Europe

Autor(en): **Beaufils, Emmanuelle**

Objekttyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **65 (2007)**

Heft 1: **L'hôtellerie suisse et ses défis contemporains**

PDF erstellt am: **18.04.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-141967>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

OPPORTUNITÉS D'EXTERNALISATION DES ACTIFS HÔTELIERS EN EUROPE

EMMANUELLE BEAUFILS

Lausanne Hospitality Research, Ecole hôtelière de Lausanne

emmanuelle.beaufils@ehl.ch

Le financement des hôtels en Europe représente une problématique majeure pour le secteur. Après avoir rappelé les spécificités de l'hôtellerie européenne, cet article fait le point sur les opérations d'externalisation et examine ce qui change au niveau des investisseurs et de leur perception du risque hôtelier. Enfin, quelques lignes pour la recherche future dans ce domaine sont proposées.

Les transactions financières hôtelières en Europe qui avaient atteint un chiffre record en 2005 se poursuivent à un rythme soutenu en 2006 (Bader & Smith, 2006). Les investisseurs profitent de conditions favorables en termes de financement et de perspectives de rendement. Par ailleurs, la mise en œuvre d'une nouvelle stratégie de détention des actifs des chaînes hôtelières est aussi à l'origine de nombreuses opérations d'externalisation de l'actif. Après avoir rappelé les spécificités de l'hôtellerie européenne, une mise au point sera faite sur les opérations d'externalisation et les changements au niveau des investisseurs et de leur perception du risque hôtelier en Europe seront examinés. Enfin, quelques lignes pour la recherche future dans ce domaine seront présentées.

L'hôtellerie européenne se distingue de celle américaine par une faible présence des chaînes comme le témoigne les taux de pénétration des chaînes en Europe au tableau 1 (p.18). D'importantes disparités subsistent d'un pays à l'autre, dans la mesure où les taux de pénétration des chaînes sont très élevés dans les pays où l'hôtellerie est récente, mais plus faibles dans des pays à forte tradition hôtelière où l'hôtellerie individuelle demeure le modèle le plus fréquent. Phénomène marquant, on assiste à une montée continue et progressive de la concentration des chaînes en Europe. A titre indicatif, entre 2000 et 2004, le pourcentage de concentration a fortement augmenté en passant de 20 à 28% (Tableau 2, p. 18).

Cette forte progression des chaînes s'explique par la stratégie expansionniste des grands groupes hôteliers en raison de l'apparition en Europe de marchés à forte croissance notamment dans les pays où l'investissement a été ré-ouvert récemment aux investisseurs étrangers et où un rattrapage de l'investissement est en cours. Ce clivage entre hôtellerie de chaînes et hôtellerie individuelle a de grandes répercussions sur le financement.

En effet, d'un côté, on assiste à un engouement des investisseurs pour des actifs hôteliers de chaînes avec des transactions qui se font à des niveaux de valeur très élevés et dans des conditions de refinancement extrêmement favorables, et de l'autre, on constate la sous-performance de l'hôtellerie individuelle qui, elle, a du mal à investir et à trouver des sources

de fonds dans un contexte de raréfaction du crédit. En effet, les banques limitent désormais le crédit aux petites et moyennes entreprises en fonction du risque attaché à chaque actif suite à la mise en application des nouveaux ratios prudentiels imposés par les accords de Bâle. Toutefois, les banquiers s'accordent à dire que la gestion hôtelière est un des critères particulièrement importants pour l'octroi d'un crédit et qu'une éventuelle affiliation auprès d'un groupe, même si elle ne transforme pas un mauvais dossier en un bon, constitue généralement un atout certain pour le projet.

Pays	% de chambres affiliées
Norvège	50.2%
Hongrie	44.2%
Finlande	43.4%
Pologne	43.3%
Suède	41.7%
Grande-Bretagne	38.7%
France	32.2%
Allemagne	20.9%
Suisse	12.6%

Tableau 1. Les taux de pénétration des chaînes dans les pays d'Europe. Source: Hotels, Juillet 2003

Hôtels Europe	2000	2004	Variation	% de croissance
Nombre de chambres affiliées	973.580	1.378.710	+ 405.130	+ 9%
Nombre de chambres non-affiliées	3.926.420	3.627.190	- 299.230	-2%
Nombre total de chambres	4.900.000	5.005.900	+ 105.900	+1%
Concentration	20%	28%		

Tableau 2: Evolution de la concentration du secteur en Europe. Source: Otus & Co., 2005.

L'autre différence entre l'hôtellerie européenne et celle américaine est que les groupes américains sont généralement mieux appréciés par le marché et mieux valorisés. L'exemple de Marriott souvent cité est à ce titre flagrant, valorisé à 14 fois l'EBITDA (résultat avant impôts, intérêts et amortissements) alors que Intercontinental l'est à raison de 9 fois l'EBITDA et le groupe Accor à 8.5 (Sarheim, 2006; Hotelanalyst, 2006). On explique couramment cette situation par l'aversion des investisseurs au risque lié à la propriété et la désaffection vis-à-vis de groupes jugés trop exposés à la propriété immobilière. En effet, la présence d'actifs hôteliers a pour effet d'accroître l'endettement du groupe et par là-même augmenter le risque et donc le rendement attendu par les actionnaires (Tableau 3).

Chaînes d'hôtels	Location	%	Propriété	%	Gestion	%	Franchise	%	Total
Intercontinental Hotel Group (IHG)	26	1%	29	1%	504	14%	3047	84%	3606
Accor	1510	37%	984	24%	524	13%	1047	26%	4065
Hilton Plc	201	50%	54	14%	109	27%	38	9%	402
NH Hoteles	162	62%	61	23%	39	15%	0	0%	262
Scandic	120	92%	1	1%	3	2%	6	5%	130
Millennium & Copthorne	79	87%	12	13%	0	0%	0	0%	91
Sol Melia	46	14%	102	31%	148	45%	33	10%	329

Tableau 3: Répartition du parc hôtelier des principales chaînes européennes en nombre d'hôtels au 31.12.2005.

Source: Rapports financiers des sociétés concernées.

Par ailleurs, l'investissement immobilier détenu de manière directe demeure un actif caractérisé par son manque de liquidité, nécessitant un temps de transfert. Qui plus est, l'immobilier est également générateur de charges fixes telles que les charges d'amortissements, d'intérêts et d'entretien qui alourdissent la structure de coûts de la société le détenant. Cette dernière, fortement exposée aux aléas économiques et aux variations du revenu par chambre disponible (Revpar), supportera un montant de charges fixes ou de structure relativement supérieur à celle qui n'en détiendrait pas. En cas de repli de la demande, celle qui est propriétaire d'actifs verrait ainsi son résultat obéré plus que proportionnellement à son chiffre d'affaires (CA). Les groupes hôteliers davantage orientés sur la gestion opérationnelle et la franchise (comme les chaînes américaines telles que Marriott et Choice), ou même ceux qui exploitent des actifs par le biais de contrats de leasing, résistent mieux en période de récession. En effet, les produits sous forme de commissions de gestion (calculées en % du CA et en % du bénéfice brut d'exploitation (GOP) vont diminuer proportionnellement au CA et au GOP, de même les produits de commission de franchise (calculées en % du CA). A levier opérationnel plus faible (rapport Marge sur coûts variables/Bénéfice net), volatilité des résultats plus faible et risque moindre, la perception de l'investisseur est ainsi meilleure.

Dans le cas du contrat de leasing et de la séparation des murs et de l'exploitation, le groupe hôtelier locataire des murs investit dans l'équipement et les installations, ce qui lui confère un levier opérationnel plus élevé et en conséquence un risque accru mais qui demeure bien moindre que dans le cas de la pleine propriété. L'arrivée des nouvelles normes internationales de consolidation (IFRS) intervenue en Europe en 2005 ne fait que renforcer la tendance au désengagement de la propriété puisque son application entraîne l'inscription des contrats de location-financement à l'actif du bilan augmentant ainsi leur endettement.

Enfin, une troisième grande différence, conséquence de la précédente, est que la propriété est détenue aux Etats-Unis par des structures créées dans les années 60, cotées et transparentes fiscalement. Ces dernières ont pris leur essor en 1980 lorsque le secteur de la construction était en très forte expansion et la demande de financement ne pouvait plus être assurée que par les banques. Elles ont permis d'attirer toutes sortes d'investisseurs désireux de détenir de l'immobilier sans mise de fonds importante. Les REIT (*Real Estate Investment Trusts*) se sont ensuite développés par étapes successives. On a assisté dans les années 90 à l'afflux

de capitaux émanant des investisseurs institutionnels et à partir des années 95 à la création de REIT hôteliers tel que Starwood Hotels & Resorts Trust. La spécialisation des REIT par secteurs: Bureaux, Résidences, Commerces et Hôtels a permis d'élever chacun au rang de classe d'actif à part entière. A fin octobre 2005, les REIT hôteliers américains représentent une capitalisation boursière de 17.617 millions USD, contre 7.528 millions USD 5 ans plus tôt. Host Marriott, avec 5.956 millions USD représentant à lui seul un peu plus du tiers de la capitalisation totale. Sarheim (2006) dans une étude sur la performance des chaînes hôtelières sur la période 2000 à 2006 montre la résistance du modèle américain en dépit des graves événements traversés par l'industrie sur cette période et la bonne performance tant des chaînes hôtelières (Marriot Choice, Hilton et Starwood) que des REIT hôteliers (Felcor, Meristar, Host Marriott, etc.). L'indice en base 100 en 2000 était à 330 pour les groupes hôteliers et à 190 pour les REIT hôteliers 6 ans après, alors que l'indice S&P 500 est resté à tout juste 100.

De manière générale l'industrie hôtelière en Europe fait beaucoup moins appel au marché. On dénombre un certain nombre de chaînes de taille assez importante qui ne sont pas cotées et se financent par des fonds privés (Village Hôtels, Kempinski, etc.).

DES CONDITIONS PROPICES À L'INVESTISSEMENT EN EUROPE

On assiste actuellement dans l'ensemble des pays européens à une forte progression du principal indicateur de performance, le Revpar, reflétant un marché hôtelier en forte croissance (Jones Lang LaSalle Hotels, 2006). Conjugué à des conditions de taux d'intérêt extrêmement favorables, cela incite les investisseurs de toutes sortes à se positionner sur le secteur. En ce qui concerne le financement de ces transactions par recours à l'endettement, on note une concurrence accrue des banques et des records en terme de ratios Dette /EBITDA (de l'ordre de 8 à 9) et des pratiques de taux très bas à court terme reflétant l'abondance de capitaux sur le marché (Hotelanalyst, 2006). L'analyse des transactions des deux dernières années nous renseigne sur la nature des investisseurs et leurs attentes en termes de rendement, montrant une plus grande diversité des investisseurs (Figure 1) et donnant des indications sur les conditions de rendement attendues et le type d'opérations faites.

Les investisseurs traditionnels demeurent les sociétés d'investissement hôtelier (23% des opérations en 2005) qui sont intéressés au rachat des entreprises réputées sous-cotées (Acquisition de la société du Louvre par Starwood Capital pour 1.7 milliards d'Euros ainsi que du Méridien pour 1.5 milliard). Ces sociétés sont aussi intéressées par l'immobilier d'hôtel considéré également comme sous-coté (Acquisition d'hôtels Hilton par Stardon).

Les sociétés de *private-equity* (15 % des opérations en 2005) voient également dans l'hôtellerie une classe d'actif prometteuse. L'acquisition par Eurazeo de la chaîne d'hôtels économiques B&B et l'acquisition de 73 hôtels Intercontinental par le consortium créé par Lehman Brothers LRG sont autant d'exemples. Elles sont attirées par le rapport risque/rendement et les possibilités d'optimisation existant au niveau du refinancement. Elles se situent dans un horizon de 4 à 6 ans et tablent sur des taux de rendement de leurs opérations dans une fourchette de 15-20% (y compris la plus-value de sortie) en visant une bonne adéquation avec les cycles économiques. Leurs opérations sont de deux types: soit patrimonial avec une revente à l'identique soit un investissement afin de constituer ou développer un groupe avec une capitalisation sur la valeur ajoutée.

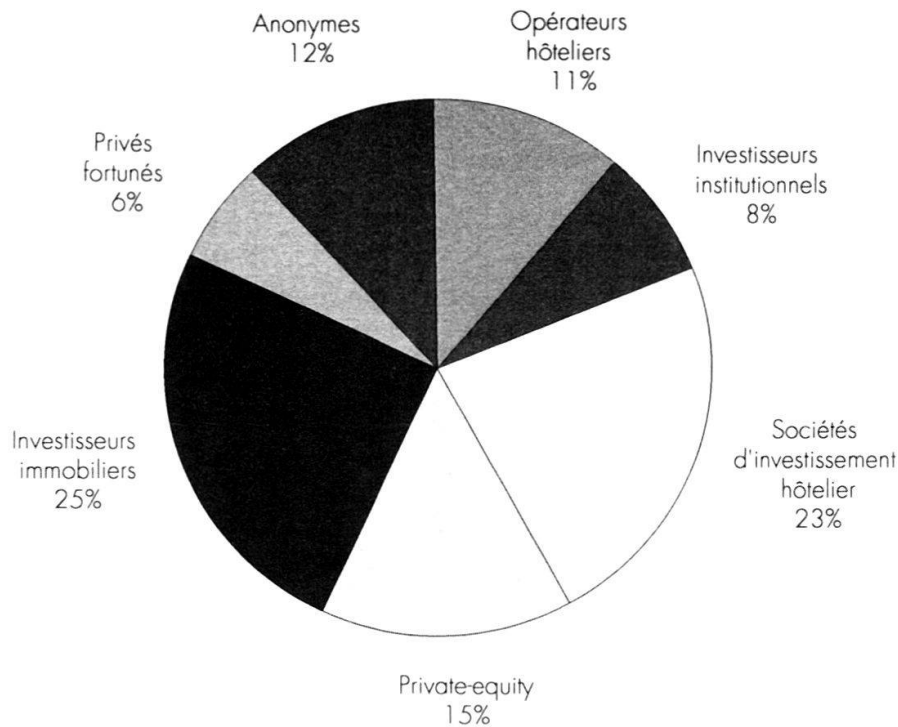


Figure.1: Transactions hôtelières en 2005 en Europe. Répartition par investisseur. Source: HVS International, 2005.

Les nouveaux entrants sont les investisseurs institutionnels (8% des opérations en 2005) qui reconnaissent de plus en plus les actifs immobiliers hôteliers comme une classe d'actif susceptible d'offrir un bon risque /rendement compte-tenu du bas coût de la dette. Généralement, la qualité de la recherche et la fiabilité des projections sur l'industrie ont beaucoup progressé, améliorant les prévisions de l'offre et de la demande. L'opération de cession de 128 hôtels à Foncière des Murs réalisée par Accor est à ce titre exemplaire. Le fait de disposer de 20 années de statistiques disponibles montrant qu'il y avait peu de variation de performance a été décisif pour l'investisseur (Hotelanalyst, 2006).

Les fonds immobiliers ont pris également part à 25 % des opérations et parmi eux on recense de nouveaux véhicules immobiliers cotés et transparents fiscalement: Les REIT européens. Pour ces sociétés immobilières, l'attrait réside principalement dans le rendement actuellement plus élevé que l'immobilier de bureau. Les REIT européens sont apparus successivement en Belgique, aux Pays-Bas et en France. Ils sont inspirés des REIT américains, même s'ils ne sont pas spécialisés par secteur immobilier. Les REIT remportent un vif succès car ils permettent aux investisseurs d'optimiser leurs investissements immobiliers du fait de leur transparence fiscale et de leur liquidité élevée grâce à leur statut de société cotée. Ils permettent aussi aux cédants de bénéficier d'un régime préférentiel au niveau de la taxation des plus-values (Tableau 4). D'autres structures de ce type sont en cours de création en Grande Bretagne et en Allemagne et seront opérationnelles en 2007. L'objectif de ces nouveaux véhicules est de permettre aux entreprises d'externaliser leurs actifs immobiliers de manière à recentrer leurs investissements sur le métier d'origine. En Europe, 70% des actifs immobiliers sont détenus directement par les entreprises industrielles et commerciales alors que la proportion est inverse soit de 30% aux Etats-Unis (EPRA, 2004).

Pays	Année de création	Distribution	Nom	Dette en % des actifs	Actionnariat
France	2003	85% des bénéfices et plus de 50% des plus-values	SIIC	Sans limite	Restrictions
Italie	1994	-	FII	< 60%	Sans restrictions
Belgique	1995	80%	SICAFI	< 50%	Sans restrictions
Pays-Bas	1969	100%	BI	< 60%	Sans restrictions

Tableau 4: Structures de Reits européens. Source: EPRA, Global Reit, Survey, 2004.

En dépit de ces récentes évolutions, la classe d'actif hôtelier n'est pas encore une catégorie reconnue à part entière. Les hôtels comptent pour moins de 1% des actifs détenus par les investisseurs institutionnels (Christie & Co., 2005). A. Lemonnier, *Senior Vice President* de Lehman Brothers (Hotelanalyst, 2006) reconnaît qu'investir dans l'actif immobilier hôtelier est plus complexe qu'investir dans l'immobilier de bureau, pour lequel il suffit de mettre en place un bail à long terme. La gestion d'actifs hôteliers exige la mise en place d'un plan d'investissement conjoint avec le locataire, la valorisation de l'actif constitué des murs étant étroitement liée à celle de l'exploitation compte-tenu de la spécificité de l'activité. Il s'agit pour l'exploitant et le propriétaire de nouer un véritable partenariat sur le long terme. On peut s'attendre à ce que certains de ces investisseurs se délestent dans un futur proche de la partie immobilière de leurs actifs en profitant de l'arrivée des prochains véhicules transparents et cotés.

LE MOUVEMENT D'EXTERNALISATION DES ACTIFS EN EUROPE

Certaines chaînes européennes ont compris les leçons données par le marché et ont profité de l'appétit du moment des investisseurs pour externaliser leurs actifs de manière massive. La chaîne Accor s'est engagée dans une stratégie de détention des actifs très aboutie tendant à privilégier un modèle de revenus sous forme de commissions, moins sensible à la volatilité des marchés hôteliers à l'image des groupes américains. Il ne s'agit pas de céder purement et simplement ses actifs mais d'en conserver l'exploitation au travers d'un des trois modèles explicités ci-dessus et de privilégier les produits de commissions.

Une étude récente faite sur les différents hôtels du groupe Accor (Morgan Stanley, 2006) a montré que le profil de risque dépendait du type de marques ou des catégories d'hôtellerie, et a identifié le mode de détention le plus approprié en fonction de chaque profil de risque. Il s'avère que pour le haut de gamme réputé plus volatile, le contrat de management est l'instrument le plus adapté, car il comporte moins de risque et implique une quantité d'investissement moindre. En revanche, pour le milieu de gamme, le contrat de leasing doit être privilégié, car il suppose un investissement dans les biens d'équipement et d'exploitation en laissant la propriété des murs à des partenaires investisseurs du type Foncière des murs. Enfin, l'économie peut être exploitée en leasing ou détenue en propre. Pour le développement futur ce sont les modes de gestion en participation ou *Joint Venture* qui seront privilégiés, les sommes dégagées par l'externalisation de certains actifs pouvant être recyclées dans le développement des nouvelles unités.

Pour l'ensemble des groupes européens, la tendance est incontestablement à la mise en place de *sale and manage-back* permettant au groupe hôtelier d'externaliser l'actif tout en conservant des sources de revenus sous forme de commissions. On remarque que l'investisseur dans ce cas est le plus souvent un organisme de *private-equity* reprenant les murs et le fonds. Pour l'investisseur, cette solution lui permet d'acquérir un bien exploité par un opérateur spécialiste tout en bénéficiant d'une garantie d'exploitation (historique) et d'une possibilité de maximiser ses revenus en cas de bonne performance de l'établissement. Cette solution est actuellement privilégiée car elle permet aux groupes de sortir totalement leurs établissements de leurs bilans (Tableau. 5).

Vendeur	Acquéreur	Nbre d'hôtels	Durée contrat	Extension	Prix	Prime /décote
IHG (2005)	LRG (LBREP, GIC, RAM)	73	20 ans	2X5 ans	1.4 Md d'euros	2% de décote
Hilton	MHUT(Managed Hotel Unit Trust)	15	20 ans	–	563 millions d'euros	n.c
Whitbread	Condor Overseas H. (JV Whitbread / Marriot)	46	10 ans	2X 10 ans	1 Md d'euros	7% de prime
IHG (2006)	MSREF(Morgan Stanley Real Estate Fund)	7	30 ans	2X10 ans	634 millions d'euros plus 60 d'invest.	n.c

Tableau 5: Exemples d'opérations de Sales & Manage-back .Source: HVS International, 2006

Le *sale and lease-back* reste l'instrument privilégié lorsque l'investisseur est plutôt une foncière qui rachète uniquement les murs (Tableau 6).

Vendeur	Acquéreur	Nbe d'hôtels	Pays/ Catégorie	Durée Contrat	Prix	Yield	Loyer
Thistle Hotels(2005)	Topland	6	UK	30	271 Mios d'euros	6.2%	n.c
Accor	Foncière des Murs	128	Mercure Novotel Ibis	12 ans renouvelable 4 fois	1025 Mios d'euros	7%	15.5% du CA
Club Med	Gecina	4 villages	n.c	12 ans	225 Mios d'euros	n.c.	n.c
Accor (2006)	Foncière les Murs	76	Mercure Novotel Ibis	12 ans	583 Mios d'euros	6.6%	14% du CA

Tableau 6: Exemples d'opérations de Sales& Lease-back. Source: HVS International, 2006.

Les prix de vente sont comparativement plus faibles que dans le cas précédent puisque seuls les murs sont cédés. Le financement se fait par endettement et augmentation de capital avec un avantage pour les deux parties: pour l'investisseur, financer un bien exploité par un spécialiste en bénéficiant d'une bonne visibilité avec des loyers fixes et/ou variables, et pour l'hôtelier vendre les murs tout en conservant l'exploitation. Le loyer fixe est d'environ 7% de la valeur de cession de l'actif immobilier pendant 12 ans. Suite à l'entrée en vigueur des normes IFRS, la tendance pour ce type de contrat est aux loyers variables pour échapper à l'inscription du contrat au bilan.

Enfin dans un troisième type de transactions, la vente effectuée par le groupe hôtelier peut être complète, englobant les murs et le fonds et ne s'accompagnant pas de signature de contrat. C'est le cas de cession d'hôtels jugés non stratégiques.

Au total, comme le montre le tableau 3, deux catégories de groupes hôteliers coexistent en Europe: ceux qui détiennent encore des actifs en raison de leur taille de capitalisation encore trop petite (NH Hoteles, Millennium & Copthorne), et ceux qui ont entamé une politique d'externalisation intensive de leurs actifs tels que Intercontinental Hotel Group et Accor.

Cette tendance est-elle durable à terme? Les groupes qui pratiquent cette stratégie *Asset-lite* ne se privent-ils pas d'une source de lissage de leurs résultats pour le futur? D'autre part, ne se condamnent-ils pas ainsi à croître à un rythme effréné pour maintenir le niveau de leurs produits?

A un certain point, lorsque la valorisation des groupes européens aura monté et que le cycle d'investissement abordera un repli, les actifs hôteliers seront moins bien valorisés que les valeurs des groupes hôteliers et il pourra s'avérer intéressant d'acquérir à nouveau des actifs. D'autre part, le stock d'hôtels non-affiliés allant en se réduisant, il sera plus difficile de gagner de nouveaux contrats. La concurrence s'accroissant, il sera plus difficile de soutenir sa croissance par les commissions. Toutefois, il est sûr que les investisseurs institutionnels et les analystes ont du mal à apprécier les facteurs de croissance et le risque si les deux éléments, immobilier et gestion hôtelière, sont mélangés.

CARACTÉRISTIQUES DU RISQUE HÔTELIER ET FUTURES PISTES DE RECHERCHE

Nous avons vu que la gestion immobilière qui faisait couramment partie intégrante de l'activité hôtelière est de plus en plus sous-traitée à des tiers extérieurs de type foncières ou fonds d'investissements immobiliers, et que cette tendance trouve son origine dans une meilleure perception du risque par l'investisseur lorsque immobilier et exploitation sont séparés.

Il faut également mentionner d'une part les propriétés particulières qu'offre la classe d'actif immobilier et d'autre part les meilleures performances en termes de rendement pour l'immobilier d'hôtels que pour d'autres classes d'immobilier. L'immobilier présente en effet l'avantage d'être un actif sécurisé par des loyers à long terme et toutes les recherches s'y rapportant s'accordent à dire que le rendement de l'immobilier est peu corrélé avec les autres classes d'actifs (actions et obligations). Gyourko (2004), dans une étude sur les rendements immobiliers, des actions et des obligations aux Etats-Unis, explique que primo, les rendements de l'immobilier coté et privé ne sont pas corrélés et que deuzio, l'immobilier privé affiche même une corrélation négative avec l'indice des actions et des obligations et de plus, sa volatilité est très faible par rapport à celle des autres classes d'actifs. Le rendement des REIT anticipe celui des sociétés non cotées, qui ne reflètent pas la vraie valeur de l'immobilier. A cet égard, tant

l'immobilier coté que celui non coté constitue des actifs précieux pour la diversification d'un portefeuille. Selon M. Henkel (Site Web NAREITs, 2005), président de Ibbotson Associates, les REIT américains offrent une source de diversification intéressante en raison de leurs corrélations déclinantes avec les autres types d'actifs sur les 30 dernières années.

La recherche dans le domaine des facteurs qui influencent la valeur de l'immobilier abonde et démontre que la valeur d'un immobilier est sensible aux variations des taux d'intérêts et au taux d'inflation, les sociétés immobilières dépendant largement de l'endettement. Les taux d'intérêts élevés augmentent le rendement et affectent négativement la valeur de l'immobilier. Toutefois les prix ne peuvent pas être expliqués uniquement par les mouvements de taux d'intérêt. L'inflation a quant à elle un effet opposé. Lorsque les loyers augmentent et que la valeur augmente, la valeur de la dette tend à diminuer (Lizieri, 1998). Ainsi, selon Muller (2000) il est couramment reconnu que l'immobilier est une protection contre l'inflation. Il rajoute que la croissance de la consommation, elle-même liée à la croissance de la population, aux taux de natalité et de mortalité, à l'immigration et au taux de chômage, a le plus d'influence sur la demande en matière d'infrastructures pour le transport et l'hébergement touristique. Lizieri (1998) confirme que la performance des REIT dépend finalement de la performance du marché sous-jacent.

Les investisseurs institutionnels et les fonds de pension désireux de sécuriser les ressources de leurs pensionnés sont des investisseurs traditionnels dans ce secteur. Sur ce point, Hoesli (2003) a montré que l'allocation optimale se situerait autour de 20-30%. Aujourd'hui ces investisseurs sont encore trop peu exposés à cette classe d'actif et de nombreux freins liés à la méconnaissance des marchés immobiliers demeurent. En Suisse, les fonds de pension sont relativement bien investis en immobilier par rapport au reste de l'Europe à hauteur de 15% de leurs actifs totaux. Dans le domaine de la gestion de fortune, Kobler (2004) estime l'allocation optimale en immobilier à 15% pour en améliorer le profil risque-rendement.

Professionnels et chercheurs confirment qu'il existe encore un potentiel d'investissement substantiel dans ce secteur pour autant que les investisseurs disposent d'une information suffisante en ce qui concerne le risque et le rendement de ces classes d'actifs. En ce qui concerne les performances en termes de rendement de l'immobilier hôtelier, les analystes, les prêteurs et les investisseurs s'accordent à dire que les investissements immobiliers d'hôtels comportent plus de risque que les autres classes d'actifs immobiliers. En conséquence, les rendements attendus sont au-dessus des autres classes d'actifs immobiliers. A titre d'exemple, selon Jones Lang Lasalle Hotels (2006) et CB Richard Ellis (2006), ces rendements en Europe de l'ouest ont été en moyenne 2005 de 6 à 8% (murs et fonds hôteliers) alors que les rendements sur immobilier commercial (bureaux) ont été de 4 à 6.25%. Le risque hôtelier a la particularité également d'être indépendant et d'être dans une certaine mesure corrélé négativement avec d'autres catégories de capitaux.

Les recherches disponibles sur le risque hôtelier concernent essentiellement l'industrie hôtelière américaine. La question du choix de la structure d'investissement, au travers d'un REIT ou autre, relève d'une certaine complexité. En effet, le taux de distribution de 90% exigé a eu tendance à réduire les réserves nécessaires et freiner la croissance des REIT. D'autre part les taux de *gearing* plus petits que dans les non-REIT ont entraîné un coût du capital plus élevé et de plus, des conflits sur les contrats de leasing, clauses de résiliation, obligations en termes de dépenses d'entretien et de renouvellement ont pu créer un stress supplémentaire.

En termes de rendement, de nombreuses études qui tentent d'évaluer le rendement des REIT par rapport à celui des actions parviennent à des conclusions très diverses. Une des études les plus complètes faites par Han et Liang (1995) sur la performance entre 1970 et 1993 des REIT a conclu qu'un portefeuille de REIT a surperformé par rapport au marché des actions.

APPLICATIONS SPÉCIFIQUES À LA SUISSE

Caractérisée par une très faible présence des chaînes et des unités individuelles de petite taille, l'industrie hôtelière suisse se caractérise par un manque de liquidité. Les investisseurs et bailleurs de fonds dans ce secteur font état de rendements faibles et insuffisants par rapport au risque. Ces résultats ne font que freiner davantage l'investisseur ou en augmenter le rendement attendu. L'hôtellerie suisse se caractérise par un marché assez peu diversifié en termes de produits et de marchés. Une meilleure compréhension de la diversité et des caractéristiques de risque/rendement des différents segments passe par le développement de l'information auprès des investisseurs et notamment ceux internationaux intéressés à diversifier leurs risques de manière sectorielle mais aussi géographique.

Plusieurs sujets de recherche permettant d'améliorer la connaissance du risque hôtelier auprès des investisseurs peuvent être déclinés pour autant que les données puissent être obtenues de la part de l'industrie hôtelière: l'étude du rendement et de la volatilité pour l'investisseur en fonction des différentes catégories d'hôtellerie et du type de véhicule utilisé (direct, indirect coté, indirect non coté) ainsi que l'étude des critères de performance nécessaires pour satisfaire aux exigences de rendement souhaitées.

La pénétration accrue des chaînes, le développement des REIT européens, la stratégie d'externalisation des hôteliers sont autant de forces et d'opportunités pour la branche pour autant qu'elle parvienne, à l'aide des chercheurs et des consultants, à éduquer et convaincre les investisseurs du caractère attractif et spécifique du risque hôtelier.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

BADER E. & SMITH K., (2006), «European Hotel transactions 2005: From top gear into overdrive», *HVS International*, March, www.hvsinternational.com

SARHEIM G., (2006), «Reit or wrong?», *The Hospitality review*, Juillet.

HOTELANALYST, (2006), issues 6/7, 8/9 & 12/13.

JONES LANG LASALLE HOTELS, (2006), «Hotel investment outlook 2006», Décembre, www.joneslanglasallehotels.com

EPRA, (2004), European Public Real Estate Association, www.epra.com

CHRISTIE & CO., (2005), «Etude sur l'investissement en Europe», citée dans *L'immobilier d'entreprise* du 3 Mars, n°879, p. 2.

MORGAN STANLEY ROUNDTABLE, (2006), *From a brand segmentation to operating structures differentiation*, April 4, www.accor.com

GYOURKO, J., (2004), «L'immobilier une catégorie d'actifs qui a le vent en poupe», *UBS Wealth management*.

NAREIT's, (2005), www.investreits.com

LIZIERI C., (1998), «Real interest regimes and real estate performance: A comparison of UK and US Markets». *Journal of Real Estate Research*, Vol. 16, No 3.

MULLER G.R., (2000), «Reit's dividend income: The problem is it is unbelievable». *Real Estate Finance Journal*, Vol. 16, No 4, pp.23-29.

HOESLI, M., (2003), «Pourquoi les institutionnels investissent-ils si peu en immobilier?», www.unige.ch, 2003.

KOBLER, A., (2004), «Comment intégrer les placements immobiliers dans un portefeuille», *UBS Wealth management*.

CB RICHARD ELLIS, (2006), «L'investissement immobilier en 2005, comparaison européenne», www.CBRE.fr.

HAN J. & LIANG Y., (1995), «The historical performance of real estate investment trusts», *Journal of Real Estate Research*, Vol. 103, No. 3, pp.235-262.