

Les villes européennes tournées vers l'avenir

L'évaluation des sites : première étape d'un
portefeuille immobilier durable

Sommaire

3

Introduction

4

Comment procédons-nous ? –
Méthodes et sources

7

Résultat – la Scandinavie en tête,
le sud-est de l'Europe en queue
de classement

9

L'évaluation des sites partie
intégrante du processus
d'investissement

10

Conclusion

Auteurs

Balazs Magyar

Conseil en développement
durable



Balazs Magyar travaille comme analyste en développement durable et gérant de portefeuilles dans le secteur des investissements responsables depuis 2000 ; dans le domaine immobilier depuis 2009. Il a étudié l'économie à l'Université de Bâle et est analyste financier et gestionnaire de fortunes diplômé.

Klaus Kämpf

Directeur général



Klaus Kämpf est physicien diplômé et responsable de la recherche en développement durable chez Sustainable Real Estate AG. Il travaille dans le domaine des investissements responsables depuis 2002, tout d'abord dans la recherche en développement durable pour les actions et les obligations, puis, dès 2009, pour l'immobilier.

Introduction

« Quelles sont les centres urbains sont attrayantes pour les investissements immobiliers ? »



Face à la persistance des taux bas sur les marchés financiers, les investisseurs privilégient de plus en plus les valeurs réelles, comme l'immobilier, dont les rendements restent supérieurs à l'inflation. Dans ce contexte, les investisseurs s'intéressent non seulement aux sites classiques d'investissement, à savoir les capitales et grandes villes européennes, mais aussi de plus en plus aux petits centres urbains d'importance secondaire. Mais, quels sont les centres urbains susceptibles de constituer des sites d'investissement attractifs en Europe ? Et lesquels recèlent des risques structurels qui ne sautent pas immédiatement aux yeux ? Ces questions sont au centre du système d'évaluation des sites de Sustainable Real Estate AG qui radiographie près de 500 centres urbains et un peu plus de 600 villes dans 30 pays européens. L'objectif est de mettre en évidence des sites prospères avec des perspectives d'avenir, autrement dit des sites durables. Car, des structures socioéconomiques durables comptent parmi les conditions de base pour réaliser des investissements immobiliers prospères, investissements qui, par nature, sont tournés vers le long terme. Notre analyse porte tout d'abord sur les conditions politiques, juridiques et économiques globales du pays, avant de se focaliser sur ses centres urbains proprement dits en examinant la structure de population, la structure économique, la qualité de vie ainsi que les infrastructures.

Il en résulte un classement différencié de la qualité des sites d'un certain nombre de villes européennes. Force est de

constater que les résultats suivent très clairement un axe nord-sud, les pays scandinaves occupant la tête du classement, suivi par le (nord)-ouest de l'Europe, lui-même suivi par les régions de l'ancien bloc de l'Est ainsi que par celles de l'ouest du bassin méditerranéen. Les sites au sud de l'Europe occupent les derniers rangs du classement. Cependant, il n'est pas rare que plusieurs centaines de rangs séparent les différents centres urbains d'un même pays. La taille n'est pas non plus un critère déterminant : des centres urbains de petite taille ou de taille moyenne obtiennent ainsi bien souvent des résultats qui n'ont rien à envier à ceux de certaines grandes villes ou capitales. L'évaluation des sites proposée par Sustainable Real Estate AG permet de mettre en lumière de telles villes prospères, d'importance secondaire.

L'évaluation des sites est donc la première étape de la construction d'un portefeuille immobilier européen durable. Les étapes suivantes, à savoir l'analyse méticuleuse des différents centres urbains sur le plan de l'économie immobilière ainsi que l'examen détaillé des microsites et des bâtiments – sujets que nous ne traiterons toutefois pas ici –, sont également indispensables. Seul un tableau complet peut prétendre à générer des résultats d'investissement satisfaisants.

Comment procédons-nous ? – Méthodes et sources

« Les principaux déterminants de l'attractivité des macro sites sont une structure de population et une structure économique saines. »

Nous avons développé un système de notation des centres urbains européens pour mettre en évidence les sites attractifs offrant des perspectives d'avenir. Sustainable Real Estate AG recourt à ce système de notation des (macro)sites comme élément essentiel d'un processus d'analyse par étape pour la construction systématique d'un portefeuille immobilier européen (voir fig. 1).

La question capitale est la suivante: parmi les nombreux centres urbains européens d'importance secondaire, lesquels offrent des conditions attractives pour des investissements immobiliers ? Pour y répondre, il s'agit de passer au crible les plus de 500 centres urbains les plus importants d'Europe pour déceler lesquels offrent des conditions particulièrement attractives pour les investisseurs immobiliers.

Tout d'abord, il faut que le cadre politique, juridique et économique soit favorable aux investissements immobiliers. Les structures doivent être saines. Cela ne concerne pas les différentes régions, mais l'ensemble du pays. Pour cette raison, le système de notation des sites présenté ici est subdivisé en deux parties : une évaluation au niveau des pays, qui représente 30 pourcent du résultat global, et une évaluation au niveau des centres urbains, qui représente 70 pourcent du résultat global.

Au niveau des pays, nous prenons en considération des facteurs généraux (c'est-à-dire, des facteurs non spécifiquement immobiliers). Par exemple, un endettement public élevé combiné à une faible compétitivité limite massivement les perspectives d'un pays.

La crise de la dette souveraine l'a clairement démontré. Le même genre de phénomène peut d'ailleurs être observé avec la crise du coronavirus. Toujours au niveau des pays, nous tenons également compte de facteurs spécifiques aux investisseurs immobiliers. Parmi ceux-ci, tous les aspects liés aux transactions immobilières tels que la transparence de marché et les processus de transaction, mais aussi la complexité des procédures d'autorisation de construire ou des règlements de litiges. L'évaluation au niveau des pays comprend 18 indicateurs aux pondérations variables, subdivisés en quatre catégories (voir fig. 2).



Fig. 1 :
Analyses par étapes pour la construction du portefeuille



Source : Sustainable Real Estate AG



Pour finir, la performance des investissements immobiliers est évaluée sur le plan des critères économiques. Par exemple, les revenus locatifs et l'évolution de la valeur vénale. Le potentiel de location résulte de l'agrégation de facteurs économiques et sociodémographiques très divers. Une structure de population et une structure économique saines sont, selon nous, des facteurs déterminants pour l'attractivité des macrosites. Une qualité de vie élevée en fait également partie. Mais, il faut aussi que les infrastructures correspondent aux besoins des habitants et des entreprises. Pour cette raison, le deuxième volet du système de notation des sites mesure, au niveau des centres urbains, 52 indicateurs aux pondérations variables (quelquefois sur plusieurs échelles géographiques, par exemple, le noyau urbain et l'agglomération), subdivisés en quatre catégories (voir fig. 3).

Fig 2 :
Aperçu des thèmes et indicateurs au niveau des pays

THÈMES	INDICATEURS (EXTRAIT)
Endettement	<ul style="list-style-type: none"> - Dette publique brute - Dette extérieure nette - Excédent ou déficit budgétaire - Excédent ou déficit de la balance courante
Compétitivité	<ul style="list-style-type: none"> - Indice «Global Competitiveness »
Sécurité juridique	<ul style="list-style-type: none"> - Stabilité politique - Gouvernement efficace - Applicabilité des contrats - Pratiques anti-corruption
Transparence du marché immobilier	<ul style="list-style-type: none"> - Disponibilité des données de marché - Processus de transaction - Réglementation environnementale et rapports sur l'environnement

Source : Sustainable Real Estate AG

Thème actuel « Prestations de santé »

La crise du coronavirus a démontré qu'un système de santé bien construit et efficace contribuait également à la résilience et à la stabilité des différentes régions. C'est pourquoi, dans le cadre de l'actualisation du système de notation des sites 2020, nous avons introduit dans la catégorie des infrastructures le nouveau sous-thème « Prestations de santé ». En relevant le nombre de médecins, personnels soignants et lits d'hôpitaux par habitant, il mesure les capacités de base du système de santé. Par ailleurs, pour estimer l'effectivité du système de santé, nous nous appuyons sur le « Euro Health Consumer Index ».

Fig 3 :
Aperçu des thèmes et indicateurs au niveau des agglomérations

THÈMES	INDICATEURS (EXTRAIT)
Population	<ul style="list-style-type: none"> - Taux de dépendance des jeunes - Taux de dépendance des personnes âgées - Fécondité - Prévisions démographiques
Qualité de vie	<ul style="list-style-type: none"> - Espérance de vie - Risque de pauvreté - Criminalité - Pollution
Infrastructure	<ul style="list-style-type: none"> - Accessibilité par différents moyens de transport - Accès Internet - Prestation de santé
Économie	<ul style="list-style-type: none"> - Pouvoir d'achat - Chômage - Niveau de formation - Capacité d'innovation

Source : Sustainable Real Estate AG

« Il faut que le cadre politique, juridique et macroéconomique soit favorable aux investissements immobiliers. »



La sélection des sites à étudier repose sur la définition de la « zone urbaine fonctionnelle »¹ d'Eurostat, l'office de statistique de l'Union européenne. La zone urbaine fonctionnelle est composée d'une ville d'au moins 50'000 habitants et de sa zone de navetage. Communément, elle est également désignée par la notion d'agglomération. Dans la plupart des cas, les zones urbaines fonctionnelles sont en réalité des villes-centres avec leur bassin d'emploi. Dans certains cas, une même zone urbaine fonctionnelle comprend plusieurs villes. L'exemple le plus éloquent est la région de la Ruhr en Allemagne. Dans ces cas, les différentes villes sont analysées séparément. Au total, nous analysons 496 zones urbaines fonctionnelles (ou centres urbains) avec 590 villes. Celles-ci comprennent l'ensemble des 30 capitales européennes et, selon le pays, jusqu'à 126 villes supplémentaires.²

La majorité des indicateurs est étudiée au niveau des villes et/ou des centres urbains. Selon les données disponibles, l'analyse intègre également des données concernant des niveaux territoriaux supérieurs, par exemple, le niveau des circonscriptions administratives. La plupart des données proviennent d'Eurostat. D'autres sources de données brutes sont notamment la Banque mondiale et le Fonds monétaire international. Toutes les données des 30 pays sont recueillies selon une méthode homogène et sont par conséquent comparables au niveau européen. Par exemple, les données Eurostat des instituts nationaux de statistiques sont récoltées sur la base des définitions d'Eurostat. Les biais résultant de définitions divergentes, par exemple, pour le chômage, sont par conséquent écartés.

La plupart des données se rapportent au statu quo, autrement dit au passé, mais, compte tenu de leur inertie, offrent malgré tout une bonne vision du futur. Car, les évolutions à venir sont en grande partie déjà intégrées dans les structures du présent. Dans certains cas (notamment en ce qui concerne la population), l'analyse se base également sur des pronostics.

Pour tous les indicateurs, nous commençons par former des moyennes pondérées et glissantes sur la base des données brutes. Nous garantissons ainsi que l'ensemble des informations sont prises en compte dans le temps. Dans ce contexte, les données les plus récentes obtiennent bien entendu une pondération supérieure. L'étape suivante consiste à éliminer les valeurs extrêmes, au niveau des villes, afin que la comparaison reste pertinente pour la majorité. Ces deux étapes servent également à atténuer les effets d'éventuelles erreurs de données. Après cela, nous transférons les données linéairement sur une échelle de 0 à 100% et agrégeons finalement les différents indicateurs en sous-thèmes, thèmes et classement général. D'une manière générale, nous utilisons une pondération homogène, mais nous nous en écartons lorsque la situation le justifie.

¹ Dans les 28 pays de l'UE, la Norvège et la Suisse.

² En Allemagne, du fait de la structure fédérale, 127 villes sont situées dans des zones urbaines fonctionnelles selon la définition d'Eurostat.

Résultat – la Scandinavie en tête, le sud-est de l'Europe en queue de classement

« L'Europe du nord continue d'occuper les premières places – certains sites en Europe de l'est rattrapent leur retard. »

Dans l'analyse sur le plan des pays, les pays du nord de l'Europe obtiennent des résultats nettement supérieurs à la moyenne. La France, l'Autriche et la Belgique occupent le milieu de classement. La plupart des pays de l'est et du sud de l'Europe sont au-dessous de la moyenne. La Grèce est lanterne rouge.

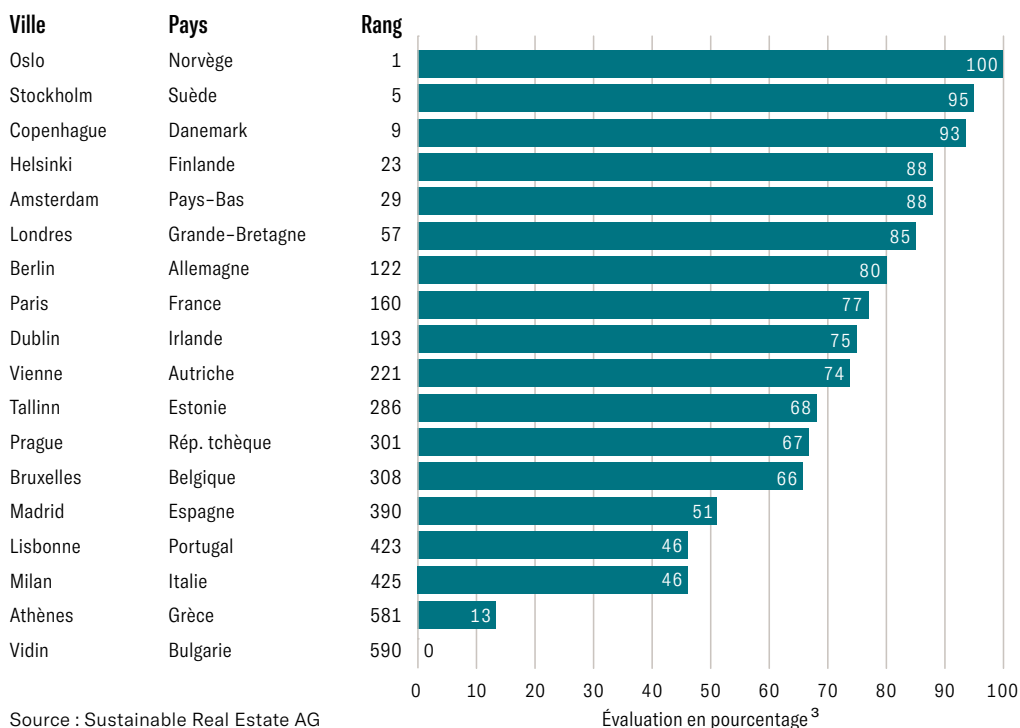
En intégrant les critères pertinents au niveau des centres urbains, le classement des qualités de sites des villes européennes est plus différencié (voir figure 4). Les centres urbains scandinaves sont clairement en tête, suivis d'assez près par des régions prospères du nord-ouest de l'Europe. Derrière celles-ci, les villes un peu moins dynamiques d'Allemagne, de Grande-Bretagne, des Pays-Bas et de France ainsi que certaines capitales d'Europe de l'ouest. Dans la partie inférieure du milieu du tableau, se concentrent, d'une part, des centres urbains de l'ancien bloc de l'Est et, de l'autre, des régions de l'ouest du bassin méditerranéen. En queue de classement, nous trouvons des sites du sud-est de l'Europe.

Ces dernières années, nous assistons également à un vaste processus de rattrapage des centres urbains d'Europe de l'est. Celui-ci est particulièrement frappant pour les capitales.

Par exemple, Tallinn, capitale de l'Estonie, est le premier centre urbain d'Europe de l'est à se classer au-dessus de la valeur médiane des sites analysés depuis le début de notre processus d'analyse, il y a un peu plus de 10 ans. Prague se classe juste au-dessous de la valeur médiane. Bratislava, Vilnius et Ljubljana ont également enregistré une nette progression. Même des villes de taille moyenne comme Brno et Gdansk connaissent une tendance clairement positive. Ces évolutions résultent en grande partie d'une amélioration de la puissance économique et (de ce fait) de la qualité de vie. L'amélioration des indicateurs démographiques – dans certains cas meilleurs que ce que l'on craignait – a aussi souvent aidé.

S'agissant du sous-thème nouvellement introduit, « Prestations de santé », des villes d'Allemagne, des Pays-Bas et de la Suisse sont en tête. Les capitales d'Europe de l'est obtiennent également de relativement bons résultats. Prague et Bratislava sont clairement au-dessus de la moyenne. Si Ljubljana, Vilnius et Tallinn ne sont classés qu'au milieu du tableau, ces villes sont tout de même devant la plupart des centres urbains d'Espagne et d'Italie. La queue du classement est occupée par des villes de petite et moyenne importances d'Europe de l'est.

Fig 4 :
Attractivité d'une sélection de sites

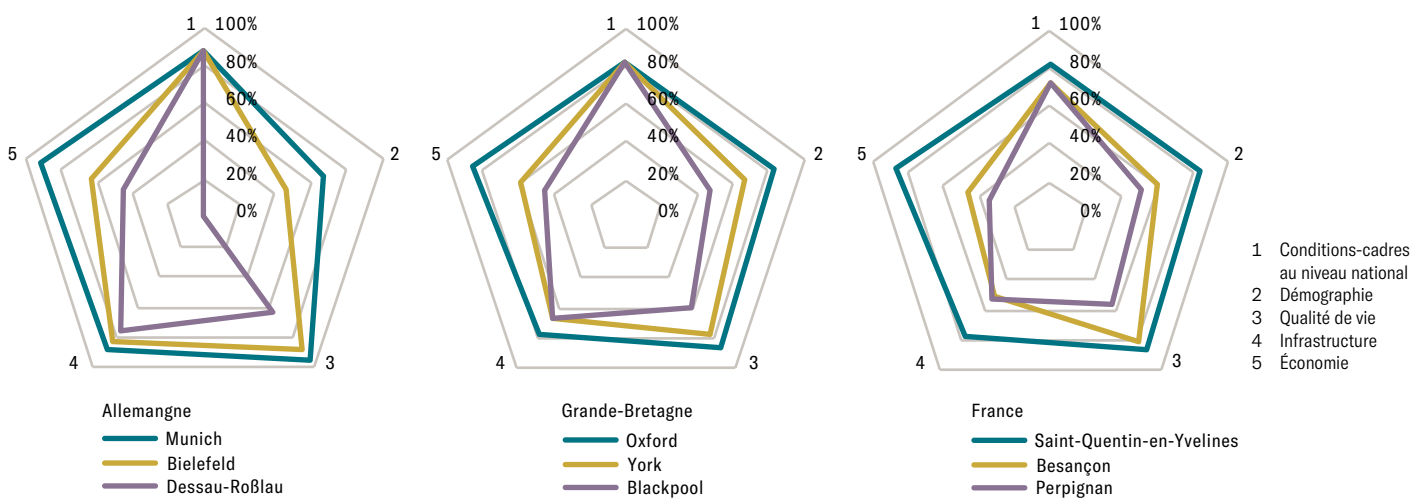


³ L'évaluation est normée : le meilleur site obtient 100% et le moins bon 0%.

Bien qu'une certaine différenciation géographique ne puisse pas être niée, en particulier selon un axe nord-sud, de grandes disparités régionales existent au sein des différents pays. L'écart le plus important entre la ville la mieux et la moins bien notée au sein d'un même pays peut être observé en Allemagne avec Munich à la 11ème place et Dessau-Roßlau à la 374ème place. Les différences sont également marquées (voir fig. 5) en Grande-Bretagne entre Oxford (rang 21) et Blackpool (341), en Finlande entre Helsinki (23) et Lahti (304) ainsi qu'en France entre Saint-Quentin-en-Yvelines (116) et Perpignan (380).

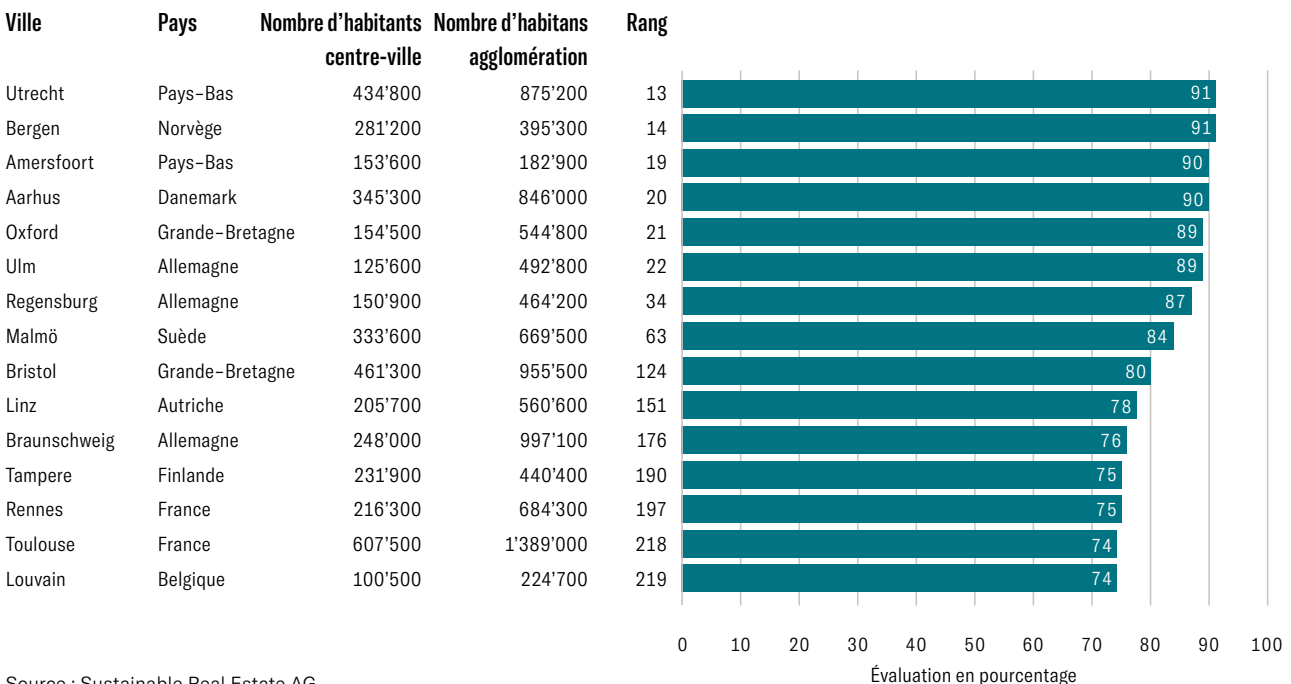
Sans surprise, les capitales et de nombreuses grandes villes connues occupent dans la plupart des cas le haut du classement au sein des pays. Cependant, les villes prospères d'importance secondaire peuvent être particulièrement intéressantes pour les investisseurs immobiliers. La découverte de ces « Hidden Champions » est l'une des premières utilités du système de notation des sites présents ici (voir fig. 6).

Fig 5 :
Fortes disparités régionales au sein de chaque pays



Source : Sustainable Real Estate AG

Fig 6 :
Sélection de «hidden Champions»



Source : Sustainable Real Estate AG

L'évaluation des sites partie intégrante du processus d'investissement

« Les petits agglomérations offrent des fluctuations de valeur réduites et des rendements locatifs plus élevés »

Face à la persistance d'un environnement de taux bas, les investisseurs recherchent de plus en plus à effectuer des placements dans des valeurs réelles, générant des rendements stables et supérieurs aux taux d'inflation. Aussi, des sommes importantes continuent d'affluer dans le béton. Les rendements locatifs se retrouvent par conséquent sous pression, car des prix de transaction en hausse ne signifient pas toujours des augmentations de loyer. Ce phénomène, connu sous le nom de « Yield Compression », est particulièrement marqué dans les sites d'investissement classiques brigüés par les fonds internationaux et les investisseurs institutionnels. Ce type d'investisseurs, qui investissent par exemple dans des villes comme Munich, Londres et Paris, misent surtout sur le potentiel d'augmentation de valeur de leurs nouveaux investissements immobiliers. Les rendements locatifs ne sont pas le critère de base de leur décision d'investissement. Pour les investisseurs qui accordent de l'importance à des fluctuations de valeur réduites et à des rendements locatifs supérieurs, les centres urbains de petite taille (d'importance secondaire) deviennent ainsi plus intéressants. S'y ajoute le fait que les villes de première importance se heurtent de plus en plus à leur limite dans le sens où la pénurie de logements, les problèmes de circulation et les coûts élevés de la vie rendent plus difficiles le recrutement de travailleurs.

Plusieurs études démontrent que par rapport aux villes A⁴ les villes B continuent d'offrir des rendements locatifs supérieurs tout en présentant des loyers moins volatils, ceci malgré le recul général des rendements. Selon la période prise en considération, le rendement global (composé du rendement locatif et du rendement de la plus-value) a certes été plus élevé dans les villes de première importance ces derniers temps, mais celui-ci a dû être « payé » à travers une volatilité plus élevée des deux composants du rendement global.⁵ Plusieurs raisons expliquent ce phénomène⁶ :

- La structure des locataires diffère. Les villes A ont plus de locataires internationaux et la part du secteur financier, dépendant de la conjoncture, y est plus élevée. Les villes B ont plus de locataires nationaux avec une base économique plus large.
- Les loyers sont moins volatils dans les villes B.
- Les sites d'importance secondaire sont moins confrontés à des constructions à caractère spéculatif. Pour cette raison, les taux de vacance sont tendanciellement plus bas et moins volatils.
- Les attentes de plus-value des investisseurs sont plus faibles.

Nous pensons que cette structure de cause à effet restera en place, peut-être même de manière encore plus marquée. Pour cette raison, de nombreux avantages offerts par les villes d'importance secondaire devraient se maintenir jusqu'à nouvel ordre pour les investisseurs immobiliers.

Inversement, certains aspects rendent plus difficiles les investissements dans les villes secondaires :

- Les marchés des transactions sont moins transparents.
- L'accès au marché peut être plus difficile.
- Le marché des locataires est plus réduit. La taille de l'objet doit être proportionnelle à la taille du marché.
- La liquidité du marché est plus faible. En cas de vente, il faut s'attendre à une phase de vente plus longue.

Finalement, la marge de fluctuation étendue des données de rendement et de risque des différents sites, dans les villes A comme dans les villes B, ne doit pas être négligée. De même, les performances du passé, et c'est un point sur lequel il convient toujours d'insister, ne permettent pas de tirer de conclusion sur les performances à venir. C'est pourquoi l'analyse des perspectives économiques, démographiques et sociales des différents sites, en particulier aussi des sites secondaires, revêt une importance primordiale.

L'évaluation du site peut être le premier pas sur le long chemin de la construction du portefeuille. Si le cadre est propice sur le plan de l'évaluation du site, la prochaine étape est l'analyse du marché immobilier local. Car, des conditions-cadres favorables et durables ne garantissent pas à elles seules un accès au marché immobilier à un prix intéressant.

Pour les immeubles situés dans des villes d'importance secondaire, la qualité du microsite revêt une grande importance – de notre point de vue, il faudrait investir de préférence dans des sites A.

⁴ En Allemagne, une subdivision en villes A, B, C et D est d'usage courant, même si plusieurs définitions ont cours. Dans le contexte européen, la classification des villes et des zones urbaines fonctionnelles d'Eurostat s'impose (voir page 6).

⁵ Voir notamment bulwiengesa: Wo Investieren sich noch lohnt – Die 5% Studie (2018) ; DZ HYP: Regionale Immobilienzentren Deutschland (2020) ; Scope Investor Services: Büroimmobilienmärkte – A versus B Städte (2017).

⁶ Voir Corpus Sireo : Germany 21 – Regionaler Büromarkindex (14ème édition, 2018).

Conclusion

« Le notation de macro sites aide à trouver les lieux d'investissement durables. »

Les brochures, sur papier glacé, de promotions économiques et des agents immobiliers font ressortir les avantages des différents sites. Le système de notation des sites décrits dans cet article produit, sur la base de données comparables, un tableau bien plus différencié. Ce système de notation des sites est spécialement adapté aux besoins des investisseurs immobiliers agissant sur le plan international.⁷

Le système de notation des sites identifie les sites prometteurs sur la base des structures socio-économiques. Son utilité est moins immédiatement évidente dans le marché local de l'investisseur, car en principe celui-ci est au fait de ce qui se passe «chez lui». Et il sait également comment se procurer les informations nécessaires. En revanche, seule une minorité d'investisseurs montrent la même aisance à l'égard de plusieurs pays que de leur marché local.

Le système de notation des sites est la première étape d'une stratégie systématique en faveur de la construction et de l'administration d'un portefeuille immobilier européen durable. Il n'est pas dit que les sites avec un bon résultat de notation offrent automatiquement des rendements attractifs dans le cycle de marché actuel. De même, en raison de la situation locale, la liquidité du marché peut être insuffisante.

Le système de notation des sites ne remplace donc pas une analyse minutieuse des différents marchés sur le plan de

l'économie immobilière; en revanche, il met en évidence les sites offrant de bonnes conditions de base pour des investissements immobiliers.

Le système de notation des sites est particulièrement utile en tant qu'outil pour les investissements dans les centres urbains d'importance secondaire. Du point de vue des investisseurs immobiliers, investir «en dehors des sentiers battus» demande un effort accru. De plus, il y a des pièges (voir page 9). Il n'en reste pas moins qu'une stratégie misant sur les petites villes offre selon nous de nombreuses perspectives. Les investisseurs qui ont misé sur ce type de villes par le passé ont été la plupart du temps récompensés par des rendements locatifs plus élevés en présence d'une volatilité plus faible. Nous sommes persuadés que cela sera également le cas à l'avenir.

⁷ Dans cette mesure, les résultats ne peuvent pas être directement comparés à d'autres classements de villes. Un certain nombre de classements comparent par exemple les villes sur le plan de leur attractivité touristique ou de leur capacité à répondre aux besoins d'employés expatriés. Ils valorisent d'autres points de vue. Par ailleurs, les classements de villes se concentrent habituellement sur l'hyper-centre, alors que le système de notation de Sustainable Real Estate AG prend en considération les centres urbains dans leur totalité.

Vos interlocuteurs



Marco Scheurer | T +41 58 255 78 80
Directeur général
marco.scheurer@sustainable-real-estate.ch



Marc Blaser | T +41 58 255 78 81
Relationship Manager
marc.blaser@sustainable-real-estate.ch

Impressum

Contenu : © Sustainable Real Estate AG

Imprimé sur du papier recyclé fabriqué à 100% à partir de papiers usagés

Affiliations

Sustainable Real Estate AG est membre du Réseau Construction durable Suisse (NNBS)



Compensation de CO₂

Nous compensons nos émissions de gaz à effet de serre à travers le fonds de compensation créé par des organisations ecclésiastiques Klima-Kollekte



Renseignements juridiques importants

Le présent document a été conçu uniquement à des fins d'information et ne constitue ni une incitation à l'achat ou à la vente de titres, ni une incitation à la remise d'une offre d'achat ou de souscription. Bien Sustainable Real Estate AG (« SRE ») soit d'avis que les informations figurant dans le présent document s'appuient sur des sources fiables, SRE décline toute responsabilité quant à la qualité, l'exactitude, l'actualité et l'exhaustivité desdites informations. Sauf autorisation émanant des lois de droits d'auteur, aucune de ces informations ne pourra être reproduite, adaptée, téléchargée pour une tierce partie, reliée, mise en exergue, publiée, distribuée ou transmise sous quelque forme que ce soit par quelque processus que ce soit sans le consentement écrit spécifique de SRE. Dans toute la mesure permise par la législation applicable, SRE décline toute responsabilité résultant de toute perte ou de tout dommage que vous encourez occasionné(e) par l'utilisation ou l'accès aux présentes informations, ou de son incapacité à fournir les présentes informations.

Les réclamations en responsabilité qui pourraient être faites contre nous en raison d'une transmission omise ou incomplète de ces informations ou de tout problème avec ces informations dû à une négligence, une rupture de contrat ou une violation de la loi sont limitées, à notre discrétion et dans la mesure permise par la loi, à la fourniture renouvelée de ces informations ou d'une partie de celles-ci ou au paiement d'une somme d'argent correspondant aux dépenses engagées pour obtenir ces informations ou une partie de celles-ci. Aucun exemplaire du présent document ni aucune copie de celui-ci ne peuvent être distribués dans toute juridiction où sa distribution est limitée par la loi. Les personnes recevant le présent document doivent être conscientes de ces restrictions et les accepter. Ce document en particulier ne doit être ni distribué ni remis à des personnes américaines ni être distribué aux Etats-Unis.

