

La création de valeur sur un investissement en immobilier d'entreprise en tant qu'asset manager

David MARECHAL

Master ESPI 2e année - Audit - Expertise – Conseil

Professeur : M. Blondel



Tous nos livres sont imprimés dans les règles
environnementales les plus strictes

Il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement la présente publication sans autorisation du Centre Français d'exploitation du droit de Copie (CFC) – 20 rue des Grands-Augustins – 75006 PARIS – Tél. : 01 44 07 47 70 / Fax : 01 46 34 67 19.



© Éditions Edilivre – Collection Universitaire – 2010
ISBN : 978-2-8121-2220-0
Dépôt légal : Juin 2010

Tous droits de reproduction, d'adaptation et de traduction,
intégrale ou partielle réservés pour tous pays.

MARECHAL David
ESPI Master 2 AEC

La création de valeur sur un investissement en immobilier d'entreprise en tant qu'asset manager



Correcteur : Monsieur BLONDEL

Sommaire

Introduction

Partie I : Le marché de l'investissement	Erreur
! Signet non défini.	
Historique du marché immobilier	4
Marché	7
I. Le marché européen.....	7
II. Le marché français	13
III. Pourquoi ces fluctuations de marché ?	17
IV. Pourquoi cette nouvelle crise ?	23
V. Contexte économique.....	28
VI. Perspectives 2009	29
Partie II : Les différents domaines et stratégies de création de valeur pour un asset manager	31
Administratif.....	36
I. Les sociétés réglementées par l'AMF	36
II. Les sociétés non réglementées par l'AMF	49
Fiscalité	51
I. Société Anonyme.....	51
II. Société Anonyme Simplifiée.....	51
III. Société à Responsabilité Limitée	51
IV. Société en Nom Collectif.....	52
V. La société civile immobilière	53
VI. Le régime du marchand de biens	57
VII. TVA – CRL	60
VIII. Quelles formes de sociétés investissent aujourd'hui ?	61
La stratégie financière et économique	64
I. Le crédit bail immobilier	66
II. Le crédit in fine	69
III. Le crédit amortissable classique	70
IV. Le crédit amortissable classique avec apport.....	72

V. Financement 100 % fonds propres.....	72
Cas pratique :	72
Le domaine Juridique.....	82
Titre 1 : Le changement d'usage de l'article L631-7 du CCH.....	82
I. Principes fondamentaux	82
II. La procédure de changement d'usage	83
III. Apport de la loi LME.....	86
IV. Synthèse.....	87
Titre 2 : Le bail commercial	87
I. Les conditions générales du bail commercial.....	88
II. La résiliation du bailleur	91
III. Les impacts financiers de l'indexation, révision et déplafonnement sur la création de valeur.....	107
IV. Conclusion	114
Technique.....	116
I. La rénovation et la restructuration.....	116
II. Le développement durable	119
III. Conclusion	129
Marketing et communication	131
I. Le marketing.....	131
II. La communication.....	131
III. Les moyens de communication.....	131
IV. Quels sont leurs objectifs en immobilier d'entreprise ?	132
V. Ces domaines interviennent pour l'acquisition, la vente mais aussi pour la gestion.....	133
VI. Comment peut-on créer de la valeur grâce à ces domaines lors d'un investissement ?.....	134
VII. L'évolution de la communication et du marketing de la période avant-crise jusqu'à la crise	134
VIII. Quel est leur avenir et comment peuvent-ils évoluer ?	135
IX. D'autres moyens de communication et de marketing vont-ils être développés ?.....	135
X. Conclusion	136
Le domaine commercial.....	137
Partie III : Etude d'un cas de création de valeur spécifique	139
I. Contexte.....	140
II. Réalisation des travaux.....	141

III. Structuration de l'investissement.....	141
IV. Commercialisation et suivi de l'opération.....	142
V. La vente à un investisseur	144
Déductions.....	146
I. Une opération risquée.....	147
II. Une opération opportuniste	147
III. L'importance de la commercialisation.....	147
IV. Le montage fiscal.....	148
V. Le portage	148
Conclusion.....	149
Remerciements	150
Bibliographie	151
Annexes	152
Synthèse.....	158

Introduction

Depuis la fin de la crise de 1992, où l'immobilier a connu des périodes des plus critiques de son histoire, le marché de l'investissement s'est ressaisi pour entrer à partir de 2004 dans une forte phase de croissance atteignant son apogée en 2007.

Les investisseurs et notamment les asset manager avaient alors utilisé de tous les moyens dont ils disposaient, et surtout de la forte baisse des taux d'intérêts pour attirer les entreprises, et donc les capitaux, vers le monde de l'immobilier d'entreprise pour bénéficier des nouveaux montages spécifiques qui leur étaient proposés.

Depuis un an et le retournement du marché de l'immobilier d'entreprise, les asset manager sont contraints d'adapter leurs stratégies. En effet, ces derniers ne peuvent plus choisir un immeuble bien localisé avec de bonnes prestations et attendre simplement la hausse des prix de l'immobilier, ainsi que des avantages de ce domaine.

Dorénavant, les asset manager doivent être davantage opportunistes. Mais comment et par quels moyens peuvent-ils créer de la valeur sur un investissement en immobilier d'entreprise ?

Nous étudierons dans un premier temps le marché de l'investissement, puis les différentes stratégies de création de valeur. Ensuite, nous analyserons un cas de création de valeur spécifique

Partie I :

Le marché de l'investissement

Historique du marché immobilier

L'immobilier est basé sur différents critères notamment économiques, conjoncturels, internationaux et dorénavant financiers.

Dans les premiers temps, l'immobilier avait des rôles basiques tels que fournir des loyers, permettre de travailler, par exemple dans la construction.

Avant l'industrialisation, peu de différenciation était faite entre l'immobilier lié à l'activité économique et celui lié à la vie familiale. L'industrialisation n'a pas fondamentalement changé les choses, mais l'échelle a changé : début de grandes entreprises industrielles. L'immobilier d'entreprise est lié au développement de l'économie et à la différenciation des fonctions.

De plus, la différenciation des bâtiments correspond à celle des fonctions.

Les espaces industriels sont restés assez spécifiques, liés aux process industriels mis en œuvre.

Les espaces de stockage ont été progressivement différenciés des espaces industriels et sont devenus les entrepôts destinés à la logistique, organisés en parcs.

Les espaces commerciaux ont largement évolué avec l'apparition des formes modernes de distribution :

- supermarchés et hypermarchés
- moyennes et grandes surfaces spécialisées : meubles, bricolage, textile, électroménager, informatique,...
- centres commerciaux de périphérie, puis de centre ville

Il en résulte une certaine banalisation de l'espace commercial.

En 1945, l'immobilier connaît le développement des cités pour loger la population. Ensuite, il sert à s'enrichir par l'acquisition d'appartements.

En 1966, la Vente en Etat futur d'Achèvement apparaît. Il s'agit d'une invention juridique de vente d'un bien immobilier à construire, en le payant au fur et à mesure qu'il se construit. Ce montage a permis de donner un véritable essor à la construction d'immeubles, principalement dans le domaine de l'habitation, puis en immobilier d'entreprise.

Dans le même temps, les crédits sont mis en place avec la possibilité de rembourser des annuités une fois l'appartement construit. Comme nous le verrons, dorénavant les investisseurs utilisent beaucoup le recours à l'emprunt et ses avantages pour réaliser un investissement.

Globalement, l'immobilier n'a cessé d'évoluer techniquement, juridiquement, fiscalement grâce à la prise en compte d'une nouvelle classe d'actifs par la population au même titre que les actions. Cette croissance fut perturbée par plusieurs crises :

- **Crise de 1968 :**

L'immobilier s'est arrêté car la France connaissait une révolution de mai 1968. La population était apeurée, et une personne qui n'a pas confiance n'investit plus.

Il faut savoir qu'à la suite de toute crise, une mise au point d'un nouveau système est étudiée. Après 1968, le gouvernement français crée le SMIC et la 4^{ème} semaine de congés payés, ce qui fut une avancée sociale.

La crise aura duré 2 mois. Pendant, chaque crise, les prix chutent car une économie de marché est dirigée par l'offre et la demande.

Cette période fut le début de l'indépendance de l'habitat des jeunes et donc d'une demande de logements.

- **Crise de 1974 :**

La crise pétrolière, crise économique avec des conflits internationaux, a eu un fort impact sur le marché immobilier. Le patrimoine immobilier vétuste consommait une grande quantité d'énergie : la solution fut l'isolation afin de réduire cette perte d'énergie.

Cette crise, d'une durée de 4 ans, aura entraîné un ralentissement de l'immobilier et une chute des prix mais déclenchera une prise de conscience technique sur le sujet des économies d'énergie.

D'ailleurs, elle a eu comme conséquence l'isolation des bâtiments, mais également un impact sur l'industrie au travers de la fabrication d'isolants et de vitreries isolantes.

- **Crise de 1981 :**

Cette crise, d'une durée de 3 ans, a eu pour origine, l'élection de François Mitterrand.

En effet, de nombreuses grandes sociétés notamment dans le secteur de la finance, au travers des Banques, ont quittées la France suite à la mise en place d'une politique de nationalisation. L'effondrement des prix de l'immobilier fut constaté entre 30 % et 50 %.

Entre 1985 et 1990, la France voit la construction des premiers immeubles à destination de bureaux. Ce développement des bureaux va être accentué grâce à l'arrivée de fonds anglo-américains.

En effet, les immeubles de bureaux sont apparus relativement tard en France. Les espaces tertiaires se sont progressivement banalisés et sophistiqués, en même temps que les prestations se sont améliorées. Voici l'évolution de l'organisation des bureaux :

- Bureau cloisonné (1850), espace figé, travail personnel, isolement des personnes, mais calme et privatisation de l'espace
- Pool (1890-USA), grand espace indifférencié, pour exécution de tâches simples et répétitives, niveau sonore élevé, contrôle facilité
- Bureau paysager (1960-Allemagne), facilite le travail de groupe, niveau sonore à traiter et climatisation nécessaire, manque de privatisation de l'espace
- Espace semi-cloisonné (1970), pour concilier privatisation et flexibilité de l'espace.
- « Openspace » Conjugaison des bureaux cloisonnés et espaces paysagés dans les plateaux de 18m d'épaisseur

En même temps, la conception et l'équipement des immeubles ont évolué rapidement pour répondre aux besoins nouveaux des entreprises :

Part croissante de l'emploi tertiaire

Importance des télécommunications et de l'informatique (technique et organisation du travail)

Banalisation et flexibilité des espaces intérieurs et des immeubles

Croissance des équipements et des espaces qui leur sont dédiés (technique et convivialité)

• Crise de 1989

L'élément déclencheur de cette crise fut la 1^{ère} Guerre du Golfe, crise qui aura eu des conséquences jusqu'en 1996.

Mais les causes furent diverses :

Développement intensif des constructions créant une grande quantité de stock que le marché ne pouvait absorber ;

Inadaptation des constructeurs et promoteurs au marché, du fait qu'il n'y avait pas assez d'acheteurs ;

De nombreuses sociétés avaient investi dans l'immobilier, ayant comme conséquence un grand impact sur l'économie française.

Les conséquences furent multiples :

Aucun logement ne se vendait,

Aucun logement ne se revendait,

Plus aucun bureau ne se louait,

Des groupes ont dû fusionner,

Implantation de grands promoteurs et de fonds américains car les prix étaient bas,

Création de produits défiscalisant pour l'immobilier d'habitation.

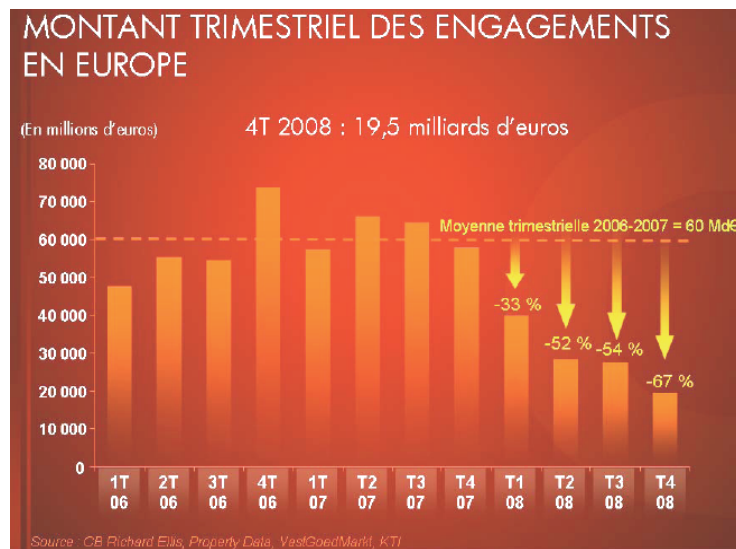
Le ministre Périssol a donc été l'initiateur des produits défiscalisant en permettant d'amortir sur 10 annuités, la totalité du prix d'achat de l'appartement.

Mais cette défiscalisation a entraîné un nouveau problème : 50 % de la production était en logement défiscalisé. L'immobilier s'est donc fortement développé et les prix ont augmenté entre 50 % et 100 %.

Puis, à partir de 1996-1997, l'immobilier a connu un bouleversement : sa financiarisation. Des fonds opportunistes, qui avaient un fort intérêt pour la classe d'actif immobilier, ont démontré qu'ils pouvaient réaliser des retours sur investissement rapides et importants entraînant un fort développement de l'immobilier, mais aussi actuellement sa forte baisse.

Marché

I. Le marché européen



Les investissements en immobilier d'entreprise ont baissé tout au long de l'année. Le déclin a commencé au Royaume Uni au 4^{ème} trimestre 2007.

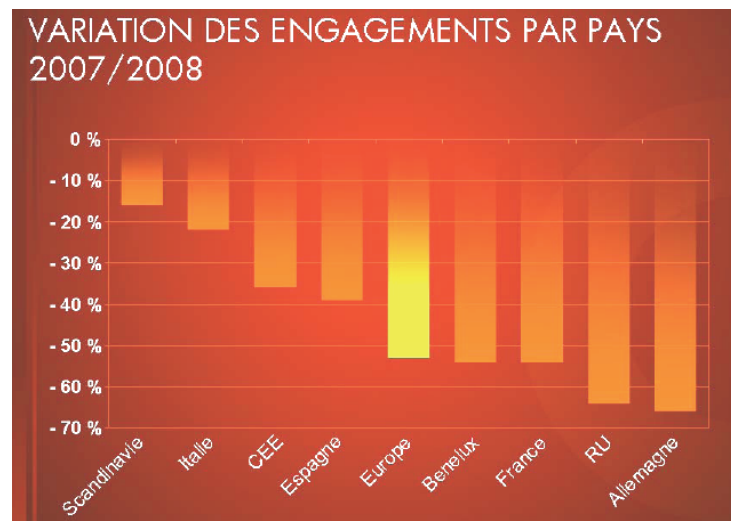
Les engagements au 4^{ème} trimestre 2008 sont en baisse de 66 % par rapport au 4^{ème} trimestre 2007.

La tendance a été amplifiée par une baisse des valeurs.



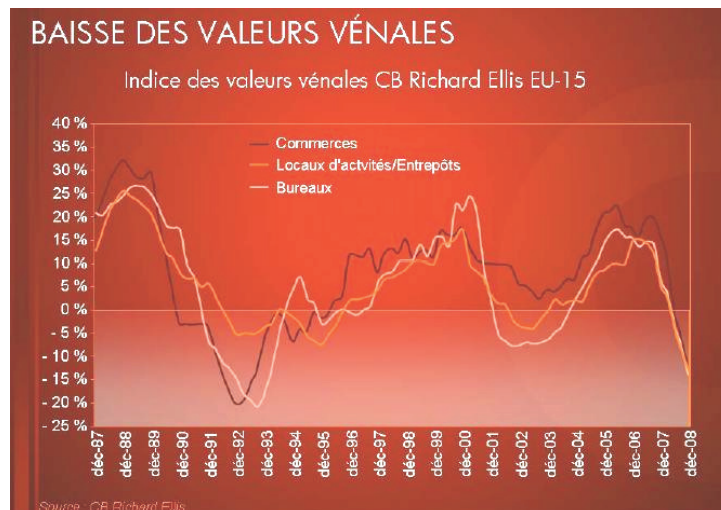
116 milliards d'euros ont été transactés en 2008, ce qui correspond à la moitié de 2007 et à un niveau quasi-équivalent à 2004.

Mais les deals conclus début 2008 avaient été initiés en 2007. Actuellement, des négociations ont commencé sur des bases différentes.



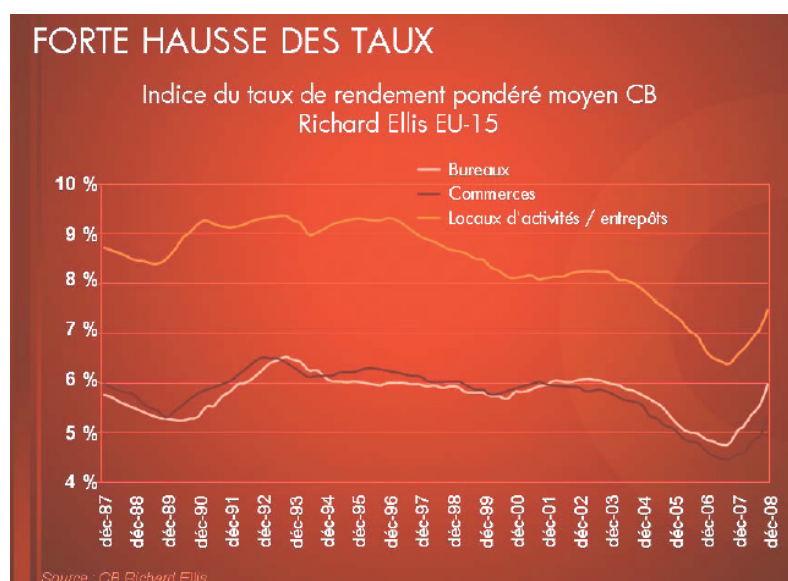
Le montant global des engagements européens a diminué de 53 %.

Le marché français a connu une baisse de la même ampleur. Le Royaume Uni et l'Allemagne ont connu un fort ralentissement. Ces marchés représentaient 55 % du volume en 2007.

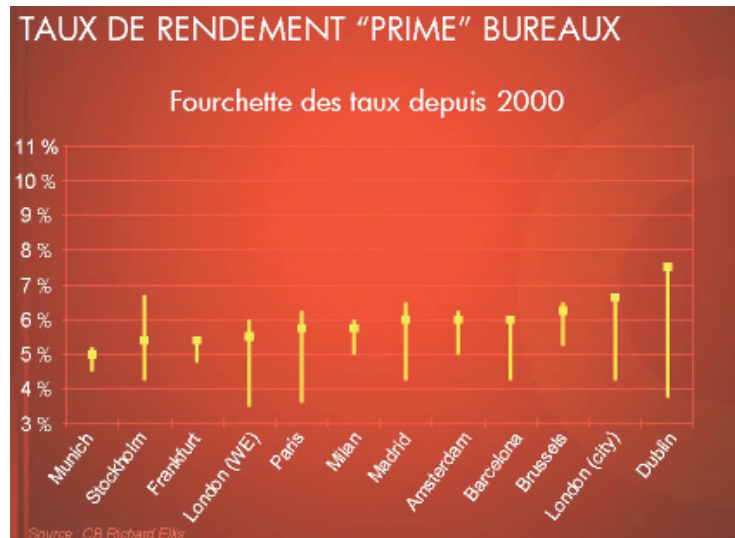


Les valeurs vénale sont en nette baisses sur tous les secteurs et la plupart des marchés. La diminution est d'environ 10 % à 15 % en 2008, mais de beaucoup plus sur certains marchés.

La décroissance a été simultanée sur tous les secteurs.

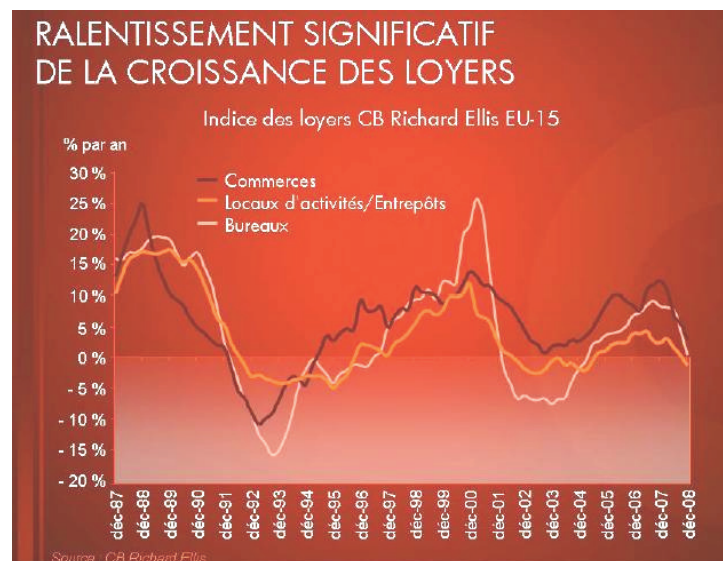


Il est constaté une amélioration généralisée des taux de rendement immobiliers et des autres classes d'actifs. Sur le marché des bureaux, il y a un retour au niveau de 2003.



Les taux ont fortement augmentés, particulièrement au Royaume Uni, en Irlande et en Espagne, et plus récemment en France.

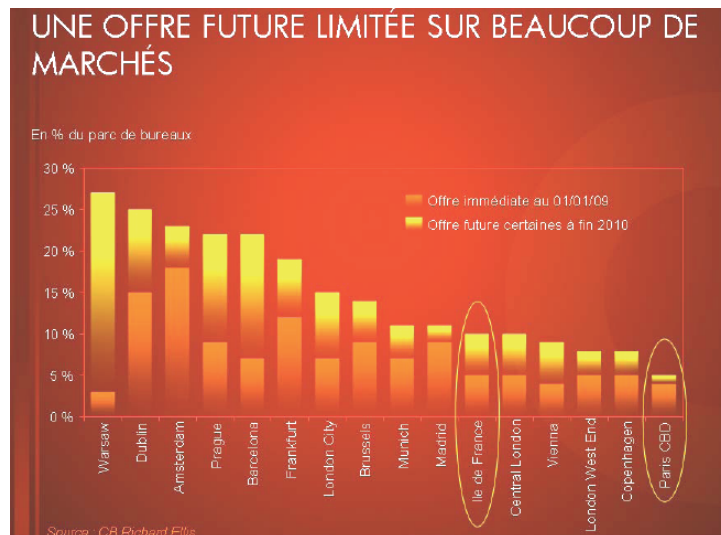
Actuellement, ils sont proches de leur niveau le plus haut depuis 2000, et pour certains marchés, proches de leur plus haut historique.



La croissance des loyers a ralenti. Les valeurs locatives ont diminué seulement sur certains marchés.

Et sont toujours en hausse annuellement sur certains.

Avec des perspectives de croissance économique faibles, une détérioration des marchés locatifs est anticipée.



Certains marchés ont des projets en cours de construction. De manière générale, le taux de vacance est relativement bas et l'offre future est relativement maîtrisée.

Ainsi, alors que les loyers vont baisser sur une grande partie des marchés, les professionnels de l'immobilier d'entreprise n'anticipent pas de débâcle comme dans les années 90.

1. Ou en sommes-nous maintenant ?

Actuellement, les vendeurs n'ont pas de réelle pression et les acheteurs ne sont pas pressés d'acheter.

Mais au fur et à mesure que la crise se prolongera et dura, certains investisseurs seront contraints aux ventes forcées du fait :

Besoin de refinancement,

Echec dans les renégociations des covenants ou des ratios de dettes imposés par les banques,

Décollecte de certains fonds d'investissement.

Ce qui va avoir pour conséquence des immeubles très attractifs sur le marché au vu de prix exceptionnels

Selon les acheteurs, il n'y a pas de pénuries de fonds propres, mais ils ont le besoin de trouver le juste prix.

Les prix ont encore besoin de baisser pour que les investisseurs en fonds propres les trouvent acceptables.

2. Est-ce qu'un regain d'activité sur le marché de la dette est prévu ?

D'après les professionnels de l'immobilier peu importe quand est-ce que cela arrivera, car cette période ne ressemblera pas à celle de 1996-1997.

Certains estiment, ou espèrent, que l'activité va augmenter à partir de l'été, d'autres annoncent que le pire de la crise est à venir cet automne.

II. Le marché français

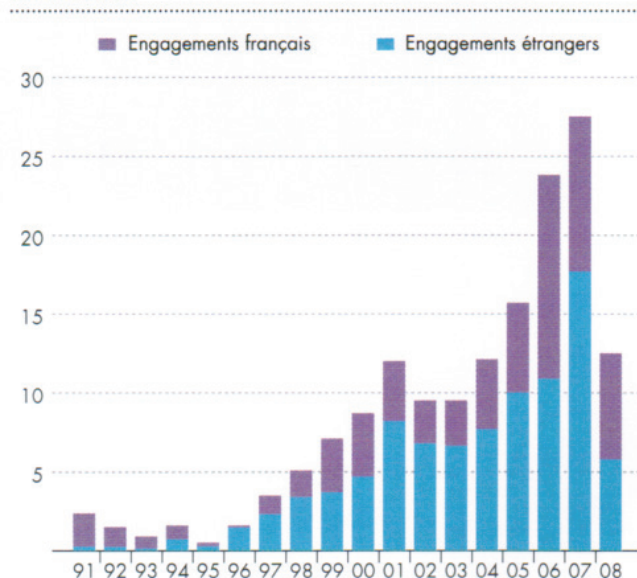
1. Trois années de croissance effacées

En 2008, 12,5 milliards d'euros ont été échangés sur le marché français de l'investissement d'entreprise banalisé. Le volume d'engagements retrouve donc le niveau de 2004. La chute apparaît particulièrement rude par comparaison avec les records enregistrés en 2006 et 2007 : sur un an, elle a atteint 55 %.

En effet, la crise financière dans laquelle nous sommes entrés avec la crise des « subprimes » et qui n'a cessé de s'amplifier depuis a fortement impacté un marché qui s'était profondément financiarisé au cours des dernières années. Après un important ralentissement dès le début 2008, la distribution du crédit s'est quasiment arrêtée depuis le 15 septembre et la faillite de Lehman Brothers. Par ailleurs, l'attentisme des acteurs face au retournement de marché a été renforcé par la dégradation continue de l'environnement économique et la perspective d'une prochaine détérioration du marché locatif.

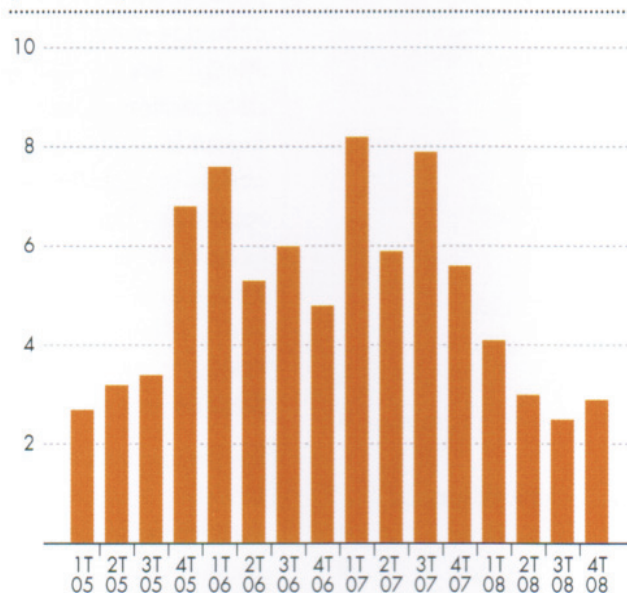
Dans ce climat de déprime généralisée, l'immobilisme des investisseurs s'est amplifié au fil des mois : 4,1 milliards d'euros transactés au 1^{er} trimestre, 3 milliards d'euros transactés au 2^{ème} trimestre, 2,5 milliards d'euros transactés au 3^{ème} trimestre. Comme attendu, les trois derniers mois se sont révélés un peu plus actifs (2,9 milliards d'euros engagés) bénéficiant d'une pression à la vente accrue chez certains investisseurs (difficulté de refinancement, besoins de liquidités, nécessité de compenser les dépréciations pour rétablir le résultat distribuable,...).

Engagements en immobilier d'entreprise banalisé en France
(en milliards d'€)



Sources : CB Richard Ellis et Immostat

Évolution trimestrielle des engagements en immobilier d'entreprise banalisé en France
(en milliards d'€)



Sources : CB Richard Ellis et Immostat

2. Des opérations de plus en plus petites

La baisse des volumes d'investissement s'explique par la difficulté croissante à financer les transactions supérieures à 100 millions voire 50 millions. En effet, les banques ont fortement révisé à la hausse leurs exigences en termes d'apports en equity, limitant les possibilités de leverage à 65 % - 70 % maximum.

Par ailleurs, leur aversion croissante au risque implique désormais le recours quasi-systématique à la syndication bancaire pour financer les opérations dépassant les 50 millions d'euros. Ainsi, les investissements supérieurs à 100 millions d'euros, qui avaient représenté plus de 58 % des montants engagés en 2007, sont en forte diminution, aucun deal dépassant les 250 millions d'euros ayant été signé. Le marché s'est donc réorienté vers les moyennes et surtout les petites opérations.

Le resserrement des conditions de crédit, déjà palpable en début d'année, s'est encore renforcé après l'été. Il en résulte une accentuation de la réduction de la taille des opérations : en moyenne 28 millions d'euros au 1^{er} trimestre, 26 millions d'euros au 3^{ème} trimestre, 21 millions d'euros au 4^{ème} trimestre. Pour rappel, le volume moyen des transactions s'établissait à 44 millions d'euros en 2007. Ainsi, sur la fin de l'année, le marché était toujours bloqué pour les gros montants, mais il s'est montré relativement fluide pour les actifs de taille modeste.

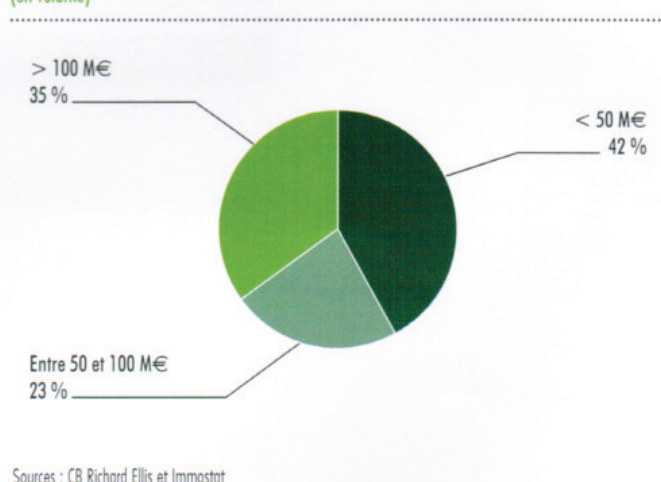
Les portefeuilles, qui bénéficiaient d'une prime significative l'an passé par leur effet volume dans un marché sous-offreur, ont été directement impactés par les restrictions bancaires et le coup de frein porté à la stratégie de diversification des investisseurs. Ils se sont raréfiés tout au long de l'année : 2,1 milliards d'euros engagés au 1^{er} semestre, 1,3 milliards d'euros au 2^{ème} semestre.

3. Prime aux bureaux

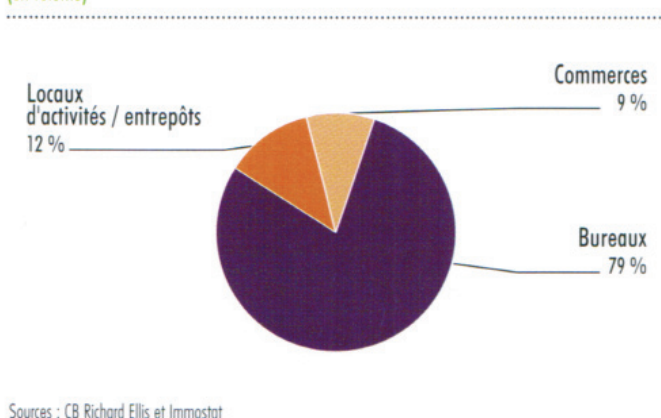
Dans un contexte d'aversion du risque, la tendance à la diversification des actifs est en net recul chez les investisseurs qui plébiscitent à nouveau les bureaux.

Sur le segment des entrepôts et des locaux d'activités, après un 1^{er} trimestre dynamique, l'activité a souffert du retrait des investisseurs multi-produits qui avaient animé le marché l'an passé et du recul des portefeuilles de grande taille,

Répartition des engagements par taille d'opérations
(en volume)



Répartition des engagements par typologie de produits
(en volume)



notamment logistiques. Toutefois, avec une part de marché de 12 %, le secteur de la logistique reste en ligne avec les bons niveaux enregistrés en 2002, 2003 et 2007.

De la même façon, le marché des commerces, qui avait été dynamisé en 2007 par les externalisations de murs d'enseignes et les cessions de centres commerciaux, a été pénalisé par les difficultés de financement des gros actifs et le manque d'offre. Il a également pâti des difficultés rencontrées par les foncières SIIC qui dominent traditionnellement le secteur. Ce dernier retrouve donc un poids plus proche de la tendance long terme après une année 2007 faste.

4. Conclusion

TABLEAUX DE SYNTHÈSE

INVESTISSEMENTS - FRANCE ENTIERE				
Volume	Part bureaux	Part Français	Part arbitrages	Taux « prime »
12,5 Md€	79 %	54 %	57 %	5,75 %
BUREAUX - ILE-DE-FRANCE				
Transactions	Offre immédiate	Offre future certaine**	Offre future probable**	Loyer moyen*
2 359 600 m ²	2 745 000 m ²	1 611 300 m ²	2 666 900 m ²	322 €
LOCAUX D'ACTIVITES ET D'ENTREPOSAGE - ILE-DE-FRANCE				
Transactions	Offre immédiate	Projets « en blanc »	Projets « en gris »	Loyers*
1 124 000 m ²	2 442 500 m ²	167 300 m ²	365 100 m ²	54 - 110 €
LOGISTIQUE - FRANCE ENTIERE				
Transactions	Offre immédiate	Projets « en blanc »	Projets « en gris »	Loyers*
2 401 600 m ²	2 296 500 m ²	949 500 m ²	3 069 300 m ²	35 - 54 €

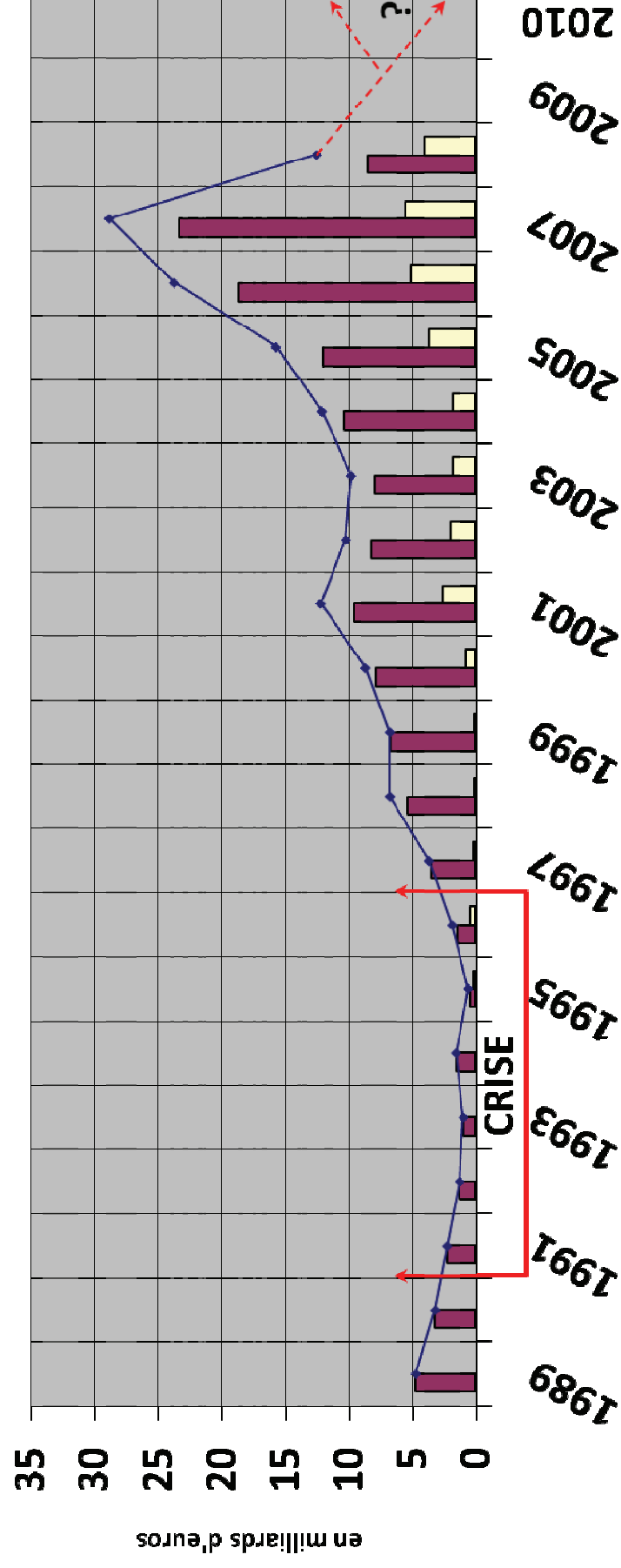
Source : CB Richard Ellis et Immostat

* locaux neufs, restructurés ou rénovés, HT HC/m²/an

** > 5 000 m²

© 2009 CB Richard Ellis, Inc.

Volumes investis en France en immobilier d'entreprise depuis 1989



III. Pourquoi ces fluctuations de marché ?

Comme le montre le graphique, l'immobilier et notamment le marché de l'investissement était plongé dans la crise de 1989 à 1995.

Puis le marché de l'investissement s'est redressé en 1996, pour connaître une augmentation régulière jusqu'en 2001.

Le marché de l'investissement a connu une envolée à partir de 2003 pour diverses raisons :

Anticipation d'une augmentation de la valeur locative,

De nombreux capitaux disponibles,

Anticipation de la baisse des taux de rendement lors de la cession d'actif.

1. Anticipation d'une augmentation de la valeur locative

Depuis 2001, la France connaissait une forte inflation très soutenue.

Les utilisateurs ont anticipé de nouvelles prises à bail du fait qu'il y avait un manque de surface par typologie engendrant une segmentation de la demande, donc une hausse des prix sur certains actifs.

Du côté des investisseurs, l'immobilier a un grand intérêt pour tous types de fonds. Devant une grande disponibilité de certaines surfaces, de nombreux investisseurs n'ont pas hésité à acheter des biens.

De plus, ils misaient sur l'explosion de la bulle internet :



Chronologie :

1999 – 2000 : Hausse excessive des cours de bourse et bulle Internet

Mi 2000 – fin 2002 : Eclatement de la bulle Internet – Indice CAC 6980 points à 2500 points

Début 2003 : hausse des capitalisations boursières des sociétés Immobilières

2003 – 2007 : Hausse excessive et formation de la bulle Immobilière

2007 : Eclatement de la bulle Immobilière

2008 : Baisse des prix de l'Immobilier.

Graphique présentant la bulle sur les Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication en 2000 et la bulle Immobilière en France en 2007, allant de 1999 à 2008.

A. Quelles sont les relations entre la bulle internet et bulle immobilière ?

La bulle internet se gonfle avec l'introduction en bourse de Netscape et de Yahoo en 1995, les jeunes sociétés du marché de l'internet qui se développent depuis 1994. Les marchés financiers sont euphoriques, ils sont fascinés par les nouvelles technologies de l'information et portent aux nues toutes les sociétés dans ce secteur, c'est ce que l'on appelle les dot.com. Ce développement se fait dans le cadre de la libéralisation des télécommunications. La mode est aux start up, qui sont nombreuses à s'installer dans la Silicon Valley.

Les investisseurs se précipitent sur les émissions d'actions et d'obligations des entreprises qualifiées de « jeunes pousses ». Les investissements se font souvent sans analyse des dossiers, par analyse statistique en multipliant les dossiers en fonction d'un pourcentage de pertes et de succès. Les banques accordent des crédits considérables, dans une période de taux d'intérêt faibles qui permettent des effets de leviers importants quant au capital apporté. Les valorisations de sociétés même n'ayant quasiment aucun chiffre d'affaires se font en fonction des pertes et non des bénéfices, les pertes étant considérées comme l'annonce de profits futurs à la mesure de ces pertes. Le slogan est « get fat ». La préoccupation primordiale est la part de marché, les sociétés mettent leurs produits à la disposition des internautes généralement sur le principe de la gratuité pour accaparer des parts de marché, générant des pertes importantes.

Toute société ayant un portefeuille de clients qu'elle prétend pouvoir valoriser par des techniques de l'information prend une valeur considérable.

A partir de 1999 la Fed va augmenter à six reprises les taux d'intérêt.

Le sommet de la bulle internet est le 10 mars 2000, avec le NASDAQ à 5132, ayant doublé sa valeur en un an.

Le 11 janvier 2001 AOL va absorber Time Warner, marquant l'apogée de la nouvelle économie prenant le contrôle de l'ancienne économie.

La bulle internet va exploser en 2001, laissant un cortège de faillite et de sociétés surendettées, comme France Telecom.

La SEC imposera des amendes à des banques comme Citigroup et Merrill Lynch pour avoir trompé les investisseurs.

L'explosion de la bulle internet sera suivie par le gonflement de la bulle immobilière du marché immobilier résidentiel aux Etats Unis avec les subprimes.

Les liquidités sont donc passées du marché des nouvelles technologies au marché immobilier, qui garantissait un rendement plus sûr. De nombreux investisseurs qui avaient réalisé des plus values grâce à la bulle internet et disposant de liquidités, ont investi dans d'autres secteurs d'activités pour anticiper l'éclatement de cette bulle. Puisque la bourse n'était pas un lieu de création de rendement, ils se sont tournés vers le secteur de l'immobilier où les prix des actifs attractifs permettaient des hypothèses de rendement et de plus values.

L'ensemble de ces facteurs, ainsi que la règle de l'offre et de la demande ont créé une anticipation de l'augmentation de la valeur locative.

2. De nombreux capitaux disponibles

Les taux directeurs bas et la circulation rapide de l'argent au niveau international du fait de la mondialisation ont favorisé la création de monnaie.

Par conséquent, les banques se sont mises à prêter de plus en plus d'argent, et ce de plus en plus facilement. Cela a permis une augmentation des liquidités disponibles ainsi qu'une forte capacité d'emprunt, notamment pour l'investissement.

Dans le même temps, il y a eu migration de l'argent pour les retraites. En effet, même si, aujourd'hui, la France connaît toujours le système par répartition pour le financement des retraites, des fonds se sont mis en place, utilisant le système complémentaire des retraites avec une capitalisation.

De l'argent était donc disponible en provenance de ces fonds.

Lorsque les taux directeurs furent bas et accompagnés d'une augmentation des liquidités, cela a eu pour conséquence, dans un marché de l'offre et de la demande un tassement du coût de l'argent ainsi qu'un tassement de la prime de risque. C'est-à-dire que le coût de l'argent devenait moindre.

Les banques ont donc diminué leur demande d'équité et se sont trouvées moins frileuses auprès des entreprises qui désiraient réaliser des investissements.

Le taux de l'argent bas signifie que les taux d'intérêts se trouvent bas. En conséquence, les investisseurs, ainsi que les particuliers, attirés par l'effet de levier ont emprunté de plus en plus pour investir dans l'immobilier.

Selon la loi de l'offre et de la demande, à offre égale ou légèrement décroissante plus la demande augmente plus les prix augmentent.

Les prix de l'immobilier ont donc fortement augmentés.

3. Anticipation de la baisse des taux de rendement lors de la cession d'actif

A. Le taux de sortie

Il s'agit, dans un discounted cash flow, du taux de rendement servant à la capitalisation du revenu de la dernière année du cash flow, dans le but de calculer la valeur vénale d'un bien.

En effet, la méthode de l'actualisation des cash-flows repose sur le principe, que, pour un investisseur, le coût d'un investissement doit correspondre à la somme actualisée des revenus qu'il peut en espérer.

La valeur des biens est supposée égale à la somme actualisée des revenus nets attendus par l'investisseur ou plutôt des flux financiers attendus, parmi lesquels figure la revente au terme de la durée de détention.

Le taux de rendement de sortie peut être supérieur à celui de l'investissement initial du fait de l'obsolescence d'un bâtiment par exemple le cas d'un entrepôt, ou inférieur lorsque les investisseurs élaborent le cash flow sur une hausse du marché de la valeur vénale du bien.

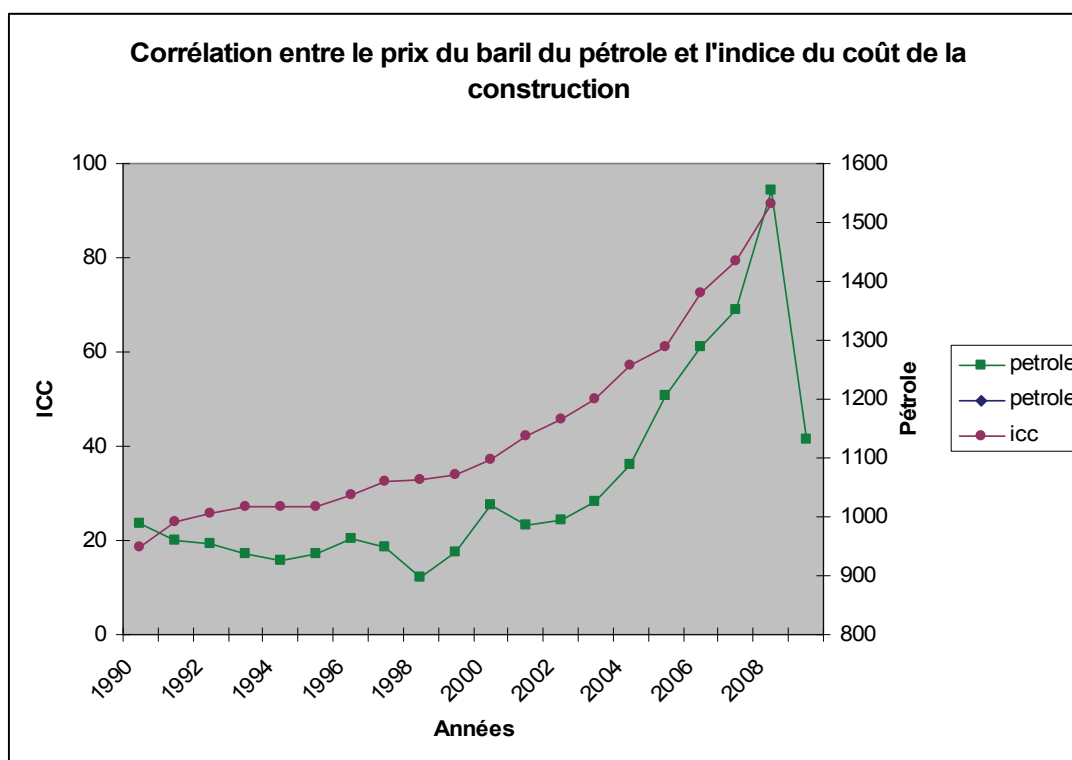
A cette période, les investisseurs misent sur une croissance locative et élaborent des financements pour investir.

Pourquoi misent-ils sur une croissance locative ?

En immobilier d'entreprise, les loyers sont indexés, chaque année ou tous les 3 ans, comme nous l'étudierons ultérieurement, pour donner un loyer courant.

Cette indexation est basée sur l'indice INSEE du coût de la construction, créée en 1953. Ce dernier est en forte corrélation avec le coût du baril de pétrole.

Or, pendant cette période, le prix du baril de pétrole connaît une hausse.



De plus, ils estiment que l'immobilier permettra d'obtenir un meilleur rendement que l'Obligation Assimilable du Trésor (OAT) par le biais de l'indexation de l'immobilier et de la diminution de l'OAT et peuvent même espérer une plus value lors de la revente du bien.

Par conséquent, les taux primes sur Paris passent de 6,5 % à 4 %.

L'immobilier d'entreprise est donc plus rémunérateur qu'un investissement sans risque, de type OAT, voire un bien à usage d'habitation.

	Viager	Habitation Loi de 1948	Bureaux	Commerce
Rendement	-	0	+	+
Plus value	++	++	?	?

Entre 2000 et 2007, le volume d'investissement réalisé a été multiplié par 3 environ. Cette augmentation est principalement due à l'indexation des loyers sur l'ICC, à la disponibilité de surfaces (nombreuses constructions, vente de portefeuilles, externalisation) ainsi qu'à la liquidité de l'immobilier.

Avant cette période, le marché de l'immobilier était moins liquide pour différentes raisons : Dans un premier temps, la présence de moins d'acteurs, puis une fiscalité et des droits de mutation importants.

Remarque : Qu'est-ce-que l'OAT ?

Les OAT ou Obligations Assimilables du Trésor constituent la forme privilégiée du financement à long terme de l'État. Ce sont des titres assimilables, émis pour des échéances de 7 à 50 ans et à taux fixe.

En mars 1996, l'Etat crée l'indice TEC 10 ou Taux de l'Échéance Constante à 10 ans. Ce dernier est calculé par interpolation linéaire entre les deux OAT les plus proches de la maturité exacte de 10 ans pour correspondre au taux de rendement d'une OAT fictive de maturité 10 ans. Il reflète ainsi de manière simplifiée le taux à 10 ans auquel emprunte l'état sans avoir à analyser les multiples OAT en cours, avec leurs échéances et leurs taux propres. Le TEC 10 est directement comparable aux taux long terme internationaux Européens, Américains ou Asiatiques tels que les « Constant Maturity Treasuries » et les « Constant Maturity Swaps ». Il vient compléter le TME, Taux Moyen Mensuel des emprunts d'Etat à taux fixe et de durée supérieure à 7 ans. Elles peuvent également être à taux variable.

Taux de l'échéance constante à 10 ans (TEC10)

valeurs quotidiennes



source : CDC - comité de normalisation obligataire

Etudions principalement 3 principales catégories d'actifs de l'immobilier d'entreprise que les investisseurs recherchent :

Voyons les facteurs attractifs ou au contraire négatifs pour les investisseurs :

- Bureau :

Grâce au déplaçonnement, le bailleur a la possibilité de dégager des plus values et donc des capitaux à moyen terme (voir partie II : stratégies de création de valeur de l'asset manager), Pérennité dans la durée de l'investissement lié à la construction, aux baux commerciaux d'une durée minimum de 9 ans avec possibilité pour le locataire de résilier le bail au bout de 3 ans, Forte pression sur le foncier du fait de la localisation de l'immeuble.

- Retail :

Grâce au déplaçonnement, il est possible de rejoindre la valeur locative seulement dans certains cas précis que nous étudierons ultérieurement, afin de dégager des plus values et donc des capitaux à moyen terme, Pérennité dans la durée de l'investissement (idem bureau), Forte pression sur le foncier du fait de la localisation de l'immeuble.

- Locaux d'activités/logistiques :

Aucun déplaçonnement possible, Ils n'ont pas de pression foncière, excepté lors de l'agrandissement de la ville, Ils possèdent une dynamique de localisation de bonne catégorie proche des grands axes routiers, La valeur de remploi n'est pas facile, c'est-à-dire qu'il n'est pas évident de changer d'activité au sein d'un tel local, Bâtiment très rapidement obsolète.

Il faut donc anticiper la baisse des taux de sortie pour chaque catégorie :

Ce qui n'est pas chose évidente au sujet des retraits. Chaque retrait se trouve être unique de part sa localisation, la chalandise, les baux....

En signant des baux d'une durée ferme, de plus de 9 ans, pour les entrepôts, qui se trouve être un outil d'effet de levier. En effet, un bail d'une durée supérieure à 9 ans peut être déplaçonné permettant une fixation du loyer à la valeur locative. Dans ce domaine, la compression sur les taux s'est avérée importante, ces derniers passants de 12 % à 6 %.

Les taux prime pour le bureau ont, quant à eux subi une baisse mais de façon moindre, allant de 6,5 % à 5,50 %.

Cette baisse des taux s'est effectuée selon les stratégies des investisseurs mais aussi leurs possibilités financières et s'est donc étendue sur l'ensemble du territoire français.

En effet, cette baisse des taux s'est principalement fait ressentir à Paris. Mais certains fonds d'investissement ne pouvant plus investir sur la Capitale, les taux devenant trop bas (par conséquent, les prix étaient trop élevés), ont été contraints de modifier leurs stratégies en termes de localisation géographique. Ils se sont donc intéressés aux immeubles situés en 1^{ère} couronne, connaissant le même souci, puis en 2^{ème} couronne pour enfin se positionner sur la Province où les loyers sont moins élevés donc les prix d'acquisition également.

La Province, qui bénéficiait de taux très élevé a donc connu une chute des taux très importante.

Les investisseurs se sont découverts un grand intérêt pour les régions :

Elle garde des taux initiaux élevés,

Les loyers sont peu volatiles, à savoir la capacité à mettre un loyer, pour une entreprise est limitée, du fait qu'elles sont plus attentives aux charges d'exploitation qu'une entreprise localisée sur Paris.

IV. Pourquoi cette nouvelle crise ?

Les investisseurs souhaitent garder les mêmes revenus en faisant davantage de levier. Mais plusieurs critères annonçaient un retournement du marché :

Hausse du crédit :

- 
- Le crédit devient cher car le risque est basé sur la valeur de l'actif. Puisque cette dernière est de plus en plus élevée, le risque augmente,
- Les actifs ont été sur évalués,

Baisse de l'activité des entreprises :

- 
- Dessolvabilisation des ménages,
 - Manque de confiance à consommer,
- Impact sur les entreprises.

En Europe, les Banques sont créancières des familles et des instituts. Ces dernières ont un manque de visibilité sur la dette en place car elle est risquée et titrisée.

La titrisation correspond à la vente des dettes de la Banque que cette dernière rémunère. La titrisation est une technique financière qui consiste à transférer à des investisseurs des actifs financiers tels que des créances (par exemple des factures émises non soldées, ou des prêts en cours), en transformant ces créances, par le passage à travers une société ad hoc, en titres financiers émis sur le marché des capitaux.

Une telle titrisation s'opère en regroupant un portefeuille de créances de nature similaire (prêts immobiliers, prêts à la consommation,...) que l'on cède alors à une structure ad hoc (société, fonds ou trust) qui en finance le prix d'achat en plaçant des titres auprès d'investisseurs. Les titres (obligations, billets de trésorerie,...) représentent chacun une fraction du portefeuille de créances titrisées et donnent le droit aux investisseurs de recevoir les paiements des créances (par exemple quand les factures sont payées, ou quand les prêts immobiliers versent des mensualités) sous forme d'intérêts et de remboursement de principal.

Née aux Etats-Unis dans les années 70, cette technique a d'abord été utilisée par les banques pour consentir davantage de crédits. Plus tard, elle a permis aux banques de se débarrasser partiellement des mauvais risques.

En effet, aux USA comme en Europe, les banques ne peuvent accorder de crédits que dans une certaine proportion de leurs propres ressources (Bâle 2). Pour distribuer plus de crédits, les banques américaines ont donc commencé à céder des créances, pas toujours les meilleures, à les « sortir de leur bilan », ce qui mécaniquement leur redonnait des possibilités de consentir de nouvelles lignes de crédit. Au fil du temps, la technique s'est sophistiquée ; entre la banque et l'investisseur qui achète ces créances, s'est interposée une société ad hoc, qu'on appelle des « Special Purpose Vehicle ou Company » (SPV ou SPC), et les différentes créances ont été « mélangées » à des titres de meilleure qualité servant de réserve en cas de défaillance.

L'effet masse de ces dettes enlève la visibilité que pourrait avoir les Banques ; puisqu'elles se rachètent leurs dettes, sans même savoir d'où elles viennent, leurs contenus et ce qu'elles risquent en les achetant.

Cette titrisation, notamment liée au subprime a créé une destruction forte de la masse monétaire. En effet, le monde connaît une destruction virtuelle de la masse monétaire via l'immobilier mais aussi les valeurs mobilières puisque la bourse s'effondre et l'immobilier baisse.

Cette destruction serait équivalente à 2 ans de masse monétaire détruite.

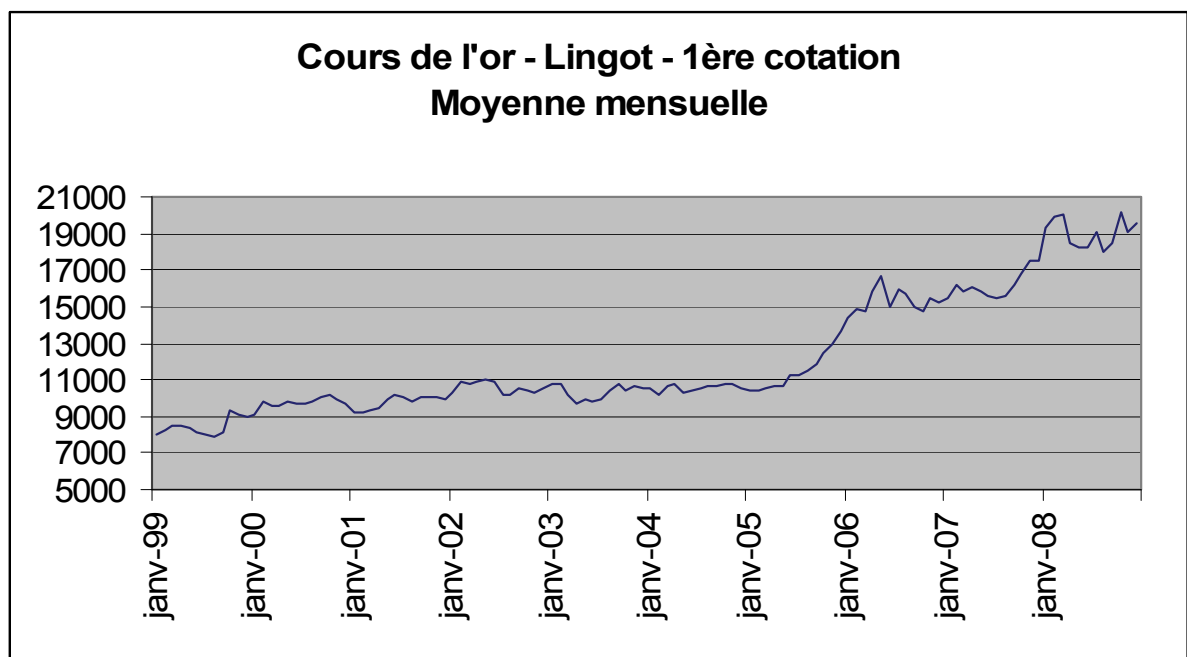
Il est bon de savoir, que dorénavant depuis 1996-1997 et l'entrée de la financiarisation notamment dans l'immobilier, l'argent est « papier ». Le rapport argent/consommation est extrêmement lié à l'offre et la demande. Quand il n'y a plus d'argent liée à la baisse de la bourse ou de l'immobilier, la consommation et les investissements, représentant la demande, sont ralentis. Donc, à cette période, le marché est sur offreur en terme de produits car il y a moins d'argent. De plus, le système financier est donc très affaibli à la suite des subprime.

Les banques cherchent de l'argent et étudient les bilans des entreprises qui ne respectent pas leurs engagements, au sujet des ratios financiers, contractés lors d'un emprunt, ce qui engendre des faillites au niveau des sociétés. En effet, étant en grande difficulté, elles n'hésitent pas à faire jouer toutes leurs garanties et suretés pour récupérer leur argent.

La décollecte inquiète également les banques qui ont une crainte de la chute bancaire. Nous avons donc connu l'interventionnisme de l'Etat pour sauver le système bancaire.

Pourquoi cette décollecte ?

Les particuliers n'ont plus confiance envers les Banques. Ces derniers retirent leur argent des banques pour rechercher des placements moins risqués (OAT) ou réalisent des retraits pour conserver l'argent chez eux, ou encore pour placer cet argent sur le cours de l'or.



Source : Banque de France, le cours de l'or à Paris

Les banques, sécurisées par l'intervention de l'Etat et les aides proposées pour favoriser le financement, s'inquiètent et s'interrogent sur les conséquences de leurs actions antérieures aux « subprime » : en effet, elles ont prêté à d'autres banques qui n'ont pas de visibilité sur leurs dettes.

Par conséquent, elles ne se prêtent plus d'argent entre elles et augmentent leurs marges pour couvrir le risque accru.

Il faut savoir que les Banques n'ont pas encore actées l'intégralité de leurs pertes.

Le nombre de transactions diminue. Cette diminution des volumes transactés n'est pas uniquement liée aux investisseurs. En effet, ces derniers voient se profiler à l'horizon de bonnes opportunités avec la baisse des prix et les entreprises en difficulté contraintes de vendre.

Il est vrai que la baisse des prix de l'immobilier a de graves conséquences sur les entreprises : les banques ont des « covenant », qui sont des engagements acceptés par les entreprises pour acquérir un immeuble.

Ces clauses du contrat obligent l'emprunteur à maintenir ces ratios de références à un minimum de niveau donné tels que les DSCR (loyer net/échéance de prêt), ICR (montant du loyer net/intérêt), ou Loan to value.

Par exemple, le fait que la société ait conclu un prêt en loan to value à 70 %. La banque fixe le seuil à 75 %, ce qui signifie qu'elle accepte que la valeur diminue ou que la LTV augmente.

Si le covenant devient supérieur à 75 %, 3 solutions sont proposées à l'emprunteur :

Soit la valeur de l'immeuble augmente ;

Soit le ratio LTV est amélioré par le biais de l'amortissement du prêt ;

Soit la société apporte des fonds propres en remboursant par anticipation dans le but de minorer le loan.

C'est ce qui arrive lorsque le prix de l'immeuble baisse, la valeur de l'immeuble baisse plus vite que l'encours.

Le loan to value augmente donc.

Les sociétés ont l'obligation de réinjecter des fonds propres pour compenser cette baisse ; ce qui est une action peut évidente par temps de crise, période pendant laquelle l'entreprise a de moins bon résultats du fait de la baisse de la consommation.

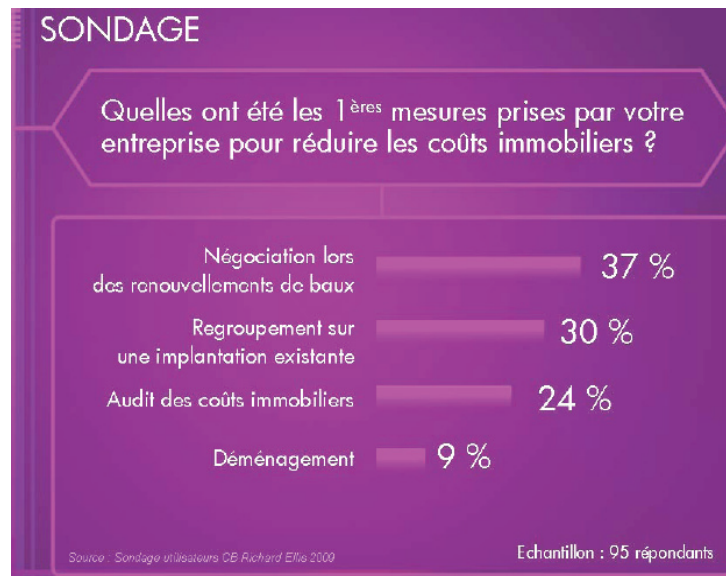
En effet, l'économie réelle subit également l'impact bancaire à travers la hausse du chômage et la baisse de la croissance.

Si elle n'injecte pas de fonds propres, il y a un risque que le covenant ne soit pas respecté, et qu'il y ait une cause de mise en défaut.

1. Les conséquences sur le marché des utilisateurs :

L'immobilier représente le deuxième poste en termes de coût après la main d'œuvre.

Malgré la protection des baux d'une durée ferme de 9 ans, de nombreux utilisateurs réduisent la taille de leurs surfaces, afin de diminuer les coûts globaux d'exploitation dont les charges locatives, soit 30 % des sociétés d'après un sondage CBRE.



Certains propriétaires accordent ou n'hésitent pas à réduire les loyers à la demande des locataires pour ne pas qu'ils quittent le bien objet du bail.

D'après ce sondage, 37 % des locataires renégocient les conditions du bail (loyer, charges, travaux, entretien) lors des renouvellements de baux pour réduire leurs coûts immobilier.

Pour les propriétaires, il vaut mieux un local moins bien loué qu'un local vacant pouvant s'avérer coûteux par le biais des charges et de l'entretien, qui seraient des charges non récupérables pour le bailleur. De plus, il pourrait se montrer peu évident à relouer en cette période où le nombre de transactions est en forte baisse et le taux de vacance augmente.

Actuellement, il se fait ressentir une forte anticipation à la chute sur les loyers, notamment pour les bureaux, secteur où les entreprises réduisent leurs charges d'exploitation soit au travers de la réduction des surfaces ou en cherchant des locaux à louer moins élevés.

2. Les conséquences sur le marché des investisseurs :

De 1989 à aujourd'hui, le marché de l'investissement disposait d'un grand nombre de liquidités. L'immobilier permettait, et permet toujours un placement de l'argent mais aussi un gain fiscal : plus l'actif acheté dispose d'une grande taille plus il est possible d'amortir les charges fixes.

Mais les liquidités manquent aux acteurs de l'immobilier pour investir dans des immeubles de grande taille qui nécessite une syndication bancaire, comme nous l'avons vu précédemment, pour les opérations dépassant 50 millions d'euros.

Les premiers troubles sont apparus mi 2007 à la suite de diverses raisons :

- **Une anticipation de la remontée des taux pour chaque domaine étudié précédemment**

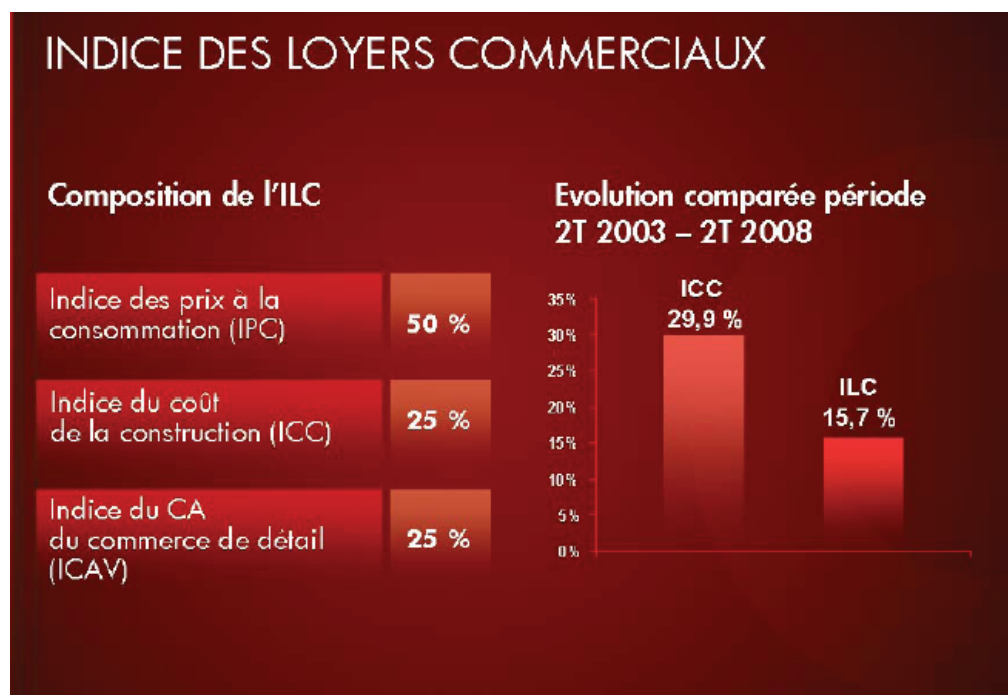
Cette anticipation de la remontée des taux est née de la pression inflationniste causée par le prix du baril de pétrole à 150€. (Voir graphique p18)

Le loyer courant (lié à l'ICC, lui-même lié au prix du baril de pétrole) augmentait donc très, voir trop, vite. Le monde immobilier connaissait la peur que le taux directeur soit augmenté. L'augmentation des taux directeurs entraînant par elle-même celle des taux d'intérêts diminuant ainsi l'effet de levier tant recherché par les investisseurs, et par conséquent l'intérêt d'investir dans l'immobilier.

Les banques ont donc augmenté le taux de l'argent (TEG)

- **Anticipation de la chute des loyers et de la remontée des taux de sortie**

Les sociétés locataires se sont prémunies contre la forte hausse de l'indexation avec notamment le passage de l'ICC à l'ILC (Indice des Loyers Commerciaux) dans le secteur commercial, car pour certaines sociétés, il s'agissait du seuil limite de solvabilité vu le niveau atteint par l'ICC.



Actuellement l'ILB (Indice des Loyers des Bureaux) est à l'étude, et a reçu l'autorisation d'être publié par l'ADI (association des directeurs immobiliers)

De plus, les sociétés, ayant une clause d'échelle mobile dans leur bail, utilisent l'article L145-39 du code du commerce, (que nous verrons plus en détails dans la partie II sur les stratégies juridiques mises en place par l'asset manager) qui leur permet un retour à la valeur locative lorsque le loyer a évolué de plus de 25 % par rapport à sa dernière fixation contractuelle.

- **Remontée des taux initiaux**

La chute du prix du baril du pétrole avoisinant les 50\$ a entraîné la baisse de l'ICC et par elle-même la baisse des valeurs locatives engendrant un impact sur les taux initiaux.

3. Conclusion

L'utilisation des capitaux propres, lors d'un investissement pendant cette période où les prix sont à la baisse, va permettre de réaliser une forte plus value si l'on se projette sur l'avenir avec une hausse de l'immobilier. Mais l'effet de levier sur l'opération sera faible, puisqu'il n'y aura pas ou peu d'utilisation du crédit compte tenu des taux d'emprunts élevés.

Les banques ne finançant que peu d'opérations, il est très difficile de trouver un financement. Pour un immeuble supérieur à 50.000.000€, le financement est uniquement possible en faisant appel à de multiples banques afin de bénéficier de plusieurs prêts cumulés. L'objectif est d'atteindre la somme du prêt nécessaire soit pour compléter ses fonds propres pour réunir les sommes qui correspondent au prix d'acquisition, soit pour pouvoir bénéficier au maximum de l'effet de levier sur cette somme.

De plus, les Banques ne trouvent pas d'intérêt à financer un immeuble vacant. Les investisseurs ont donc cherché une parade pour créer de la valeur sur leur investissement. Ces derniers disposant des capitaux disponibles, achètent un immeuble vacant en « full equity » et espèrent le refinancer à court et moyen terme grâce aux loyers encaissés.

Les professionnels de l'immobilier attendent un réajustement des prix. Nous sommes donc dans une phase d'attentisme.

Avant cette crise, le marché disposait de beaucoup d'offres, le travail de l'asset manager était surtout tourné vers les vendeurs, avec des négociations à la baisse. Alors qu'aujourd'hui, il s'agit davantage d'un marché de la demande, dans lequel peu de transactions sont réalisées, l'asset manager consacre davantage son temps à l'acheteur qui est de moins en moins intéressé par les opérations immobilières, en lui consentant des avantages commerciaux.

V. Contexte économique

L'économie française a considérablement ralenti en 2008 et ne devrait pas échapper à la récession en 2009.

La lecture des indicateurs avancés plaide en faveur d'une entrée en récession effective à l'issue du 1^{er} trimestre 2009. Si la perte de confiance et de visibilité est générale, la France devrait cependant être moins impactée que d'autres grandes puissances pour plusieurs raisons :

L'endettement des personnes ne doit pas dépasser 33 %,
Les crédits à taux variables disposaient de plancher et de plafond,
Politique de soutien envers les entreprises et la population

La consommation des ménages devrait être très faible en 2009. Le retournement conjoncturel du marché du travail provoquera une remontée significative du chômage et de faibles évolutions salariales. Ainsi, les ménages anticipent une dégradation de leur situation personnelle et jugent le contexte actuel peu propice aux achats importants. Mais, grâce à la décruce rapide de l'inflation (unique signal positif de l'économie), le pouvoir d'achat des ménages ne devrait pas diminuer en 2009. Ainsi, l'évolution de la consommation resterait en moyenne très légèrement positive sur l'année.