

Le marché de l'immobilier d'entreprise s'anime depuis 1996. La plupart des investisseurs sont encore étrangers, mais ils interviennent de plus en plus dans des perspectives à moyen et long terme. Les acteurs français amorcent leur retour depuis le premier semestre 1997.

Les investisseurs sont de retour



Guillaume Cailloux
Directeur associé



Christian de Kerangal
Directeur des études

Bourdais

L'année 1996 a été marquée par une certaine reprise de l'investissement en immobilier d'entreprise. Le montant des nouveaux engagements a été multiplié par trois ❶, passant de 3,3 milliards de francs en 1995, année historiquement basse, à 10,2 milliards en 1996 (hors échanges, apports et rachats de créances immobilières). Toutefois, ce montant, composé pour les deux tiers de trois opérations d'un montant unitaire supérieur au milliard de francs ❷, a dissimulé un marché qui demeure relativement faible.

Néanmoins, un faisceau d'indices convergents a montré qu'il ne s'agissait pas d'un sursaut passager, mais de l'amorce d'une véritable reprise de ce type d'investissement dans notre pays :

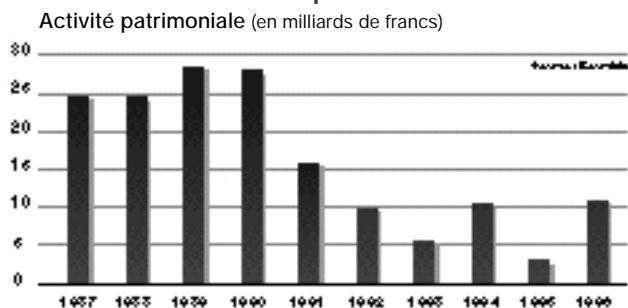
- la baisse significative des valeurs vénales, qui s'est poursuivie en 1996, illustre le choix d'une majorité de propriétaires de prendre acte de la baisse généralisée de la valeur réelle des actifs et de la traduire enfin dans les prix de vente. En conséquence, le niveau moyen des prix de vente d'immeubles neufs en francs courants est revenu à un niveau équivalent à celui constaté en 1984-1985 pour les quartiers les plus prisés (Paris quartiers d'affaires et La Défense). En francs constants 1980, l'évolution est plus marquée : au 1^{er} janvier 1997, la valeur des actifs immobiliers français était globalement identique à celle de 1980, à l'exception des quartiers d'affaires traditionnels de Paris où l'on constatait une dépréciation plus importante et un

retour à des valeurs comparables aux années 1972-1975. Cet ajustement signifie l'abandon de la solution d'attente qui avait prévalu jusqu'alors et accrédite la réelle volonté de vendre de la plupart des acteurs de la place ;

- la remontée des taux de rendement nets observée en 1996 marque la nécessaire correction des valeurs vénales pour relancer le marché de l'investissement immobilier, face à une demande étrangère (et parfois française) qui exige désormais un rendement supérieur aux taux d'intérêts à long terme. Ainsi, dans les quartiers d'affaires traditionnels de Paris, les taux de rendement nets, compris entre 6,75 et 7,25 %, se situent depuis 1996 au-dessus du taux des OAT 10 ans (qui oscille entre 5,50 et 5,80 %). Il s'agit là d'une situation inédite depuis plus de vingt ans, qui souligne le regain d'intérêt de l'investissement immobilier en termes de rentabilité financière ❸ ;
- l'existence d'un environnement financier favorable, caractérisé par un différentiel positif entre le rendement net des actifs immobiliers et les taux d'intérêt court terme (Pibor 3 mois notamment), facilite le recours à l'emprunt, ce qui permet de bonifier au maximum le rendement des fonds propres injectés ;
- la part des investissements étrangers est largement prépondérante : elle a représenté 90 % du volume global en 1996.

Ces différents constats renforcent l'idée que la période est favorable à l'investissement en immobilier d'entreprise.

❶ Évolution des engagements en immobilier d'entreprise



❷ Les plus importantes opérations en 1996

Le rachat par Philip Morris au groupe Compagnie générale des eaux (CGE) de 118 000 m² de droits à construire situés à proximité immédiate de La Défense, pour un montant de 3,125 milliards de francs.

L'acquisition par le fonds américain Blackstone Real

Estate Advisors de la tour Descartes, à La Défense, propriété de la CGE, pour 1,5 milliard de francs.

L'OPA lancée par le fonds hollandais Rodamco sur la société Cegep, principalement propriétaire de centres commerciaux, pour 2,35 milliards.

Le premier semestre 1997 dans la ligne de 1996

Le premier semestre confirme la reprise observée en 1996. Le montant global des nouveaux engagements comptabilisés entre le 1^{er} janvier et le 30 juin 1997 s'élève à 8,5 milliards de francs (toujours hors échanges, apports et rachats de créances immobilières), soit une croissance de 125 % par rapport au premier semestre 1996. Comme en 1996, il convient de pondérer ce montant en précisant qu'une opération représente à elle seule près de la moitié du volume global : il s'agit de la décision prise par la Caisse de dépôt et de placement du Québec d'acquérir auprès de la CGE plusieurs immeubles à La Défense, pour un total de 4,2 milliards de francs. De telles opérations, d'un montant unitaire supérieur au milliard de francs, déjà observées en 1996, participent désormais du nouveau paysage qui se dessine progressivement en matière d'investissement en immobilier d'entreprise, tant en ce qui concerne les acteurs présents, les stratégies adoptées que la typologie des transactions observées.

Compte tenu de l'impact de cette opération relativement exceptionnelle, mais également de la répartition traditionnelle des engagements au cours d'une année civile, caractérisée par un volume souvent plus élevé au second semestre, nous évaluons à 15 milliards de francs environ le montant global des engagements qui devraient être pris en immobilier d'entreprise sur l'ensemble de l'année 1997.

Ces chiffres appellent plusieurs commentaires :

- la projection en année pleine aboutit à une augmentation d'environ 50 % par rapport à l'année 1996, ce qui confirme le redémarrage d'une dynamique d'investissement en immobilier d'entreprise qui devrait se poursuivre dans les années à venir. Notons par ailleurs que le volume global estimé pour 1997 représente un peu plus de la moitié des volumes records investis en

immobilier d'entreprise en 1989 et 1990 ;

- cette reprise continue d'être soutenue par des investisseurs étrangers, dont les engagements au premier semestre 1997 ont représenté 78 % du volume global ;
- enfin, en termes de produits, près de 80 % des volumes investis au premier semestre l'ont été dans des bureaux, le solde ayant concerné des surfaces commerciales et, dans une moindre mesure, des entrepôts. Ceci confirme le fait, déjà souligné à la fin de l'année dernière, que les « grandes manœuvres » semblent terminées sur le segment des centres commerciaux et que l'essentiel des mouvements dans ce secteur consistera en des reclassements de participations entre les principaux propriétaires.

Le profil des investisseurs en 1997

Deux caractéristiques majeures méritent d'être relevées (4 et 5).

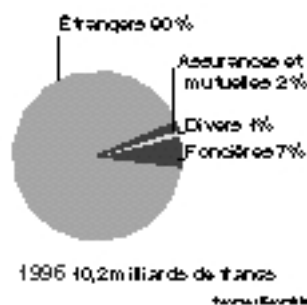
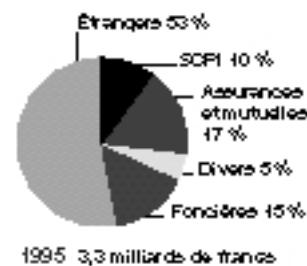
- En premier lieu, au sein des investisseurs étrangers (6), la part des structures qui investissent à court-moyen terme, en ayant fortement recours à l'emprunt, a très fortement diminué. Ainsi, à la différence de 1996, un seul fonds d'opportunité a investi en France au premier semestre 1997.

Cette observation montre que si ces fonds d'opportunité, notamment américains, restent présents et susceptibles de réaliser des investissements dans les mois à venir, d'autres investisseurs étrangers s'intéressent désormais de très près au marché français dans une optique moyen-long terme, avec des exigences en matière de taux de rendement nets qui sont légèrement différentes de celles des structures américaines. Plusieurs opérations en cours attestent de la réalité de cette tendance forte.

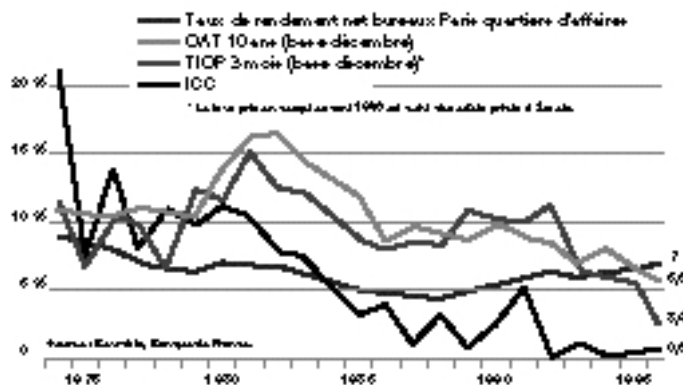
- En second lieu, soulignons la remontée de la part des investisseurs français dans le volume global des engagements du premier semestre 1997. Bien que les volumes unitaires demeurent modestes, ce signe encourageant traduit un retour progressif de la

4 Répartition des engagements des principales catégories d'investisseurs

Activité patrimoniale

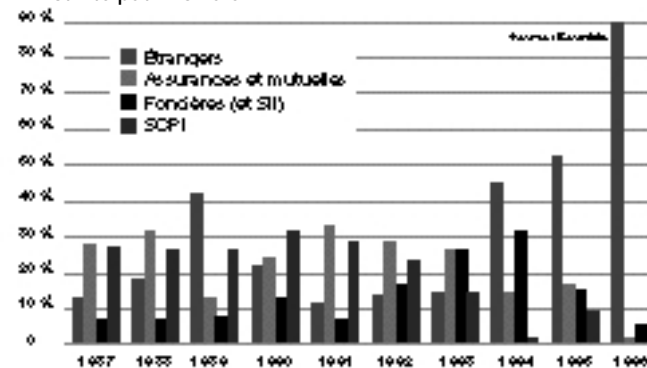


6 Évolution comparée des taux de rendement



5 Évolution de la répartition des engagements des principales catégories d'investisseurs

Activité patrimoniale



⑥ Les investisseurs étrangers en 1996

Ils proviennent pour 56 % des États-Unis, 38 % d'Europe et 6 % du Moyen et Extrême-Orient.

- Les Américains faisaient ainsi leur première apparition sur le marché français. Ils ont généralement recours à des financements basés sur un fort endettement (de l'ordre de 70 à 80 % de l'investissement en moyenne). Leur objectif est de réaliser les profits les plus élevés possibles à court ou moyen terme, d'où leur appellation de «fonds d'opportunité».
- Les Européens financent le plus souvent leurs acquisitions avec des fonds stables (épargne retraite ou assurance vie), le recours à l'emprunt étant marginal. La performance est recherchée par la valorisation des actifs à long terme.

confiance sur ce marché de l'immobilier d'entreprise. Les comportements commencent à évoluer et plusieurs investisseurs institutionnels, figés depuis quelques années dans une position défensive face à l'immobilier, marquent un nouvel intérêt pour ce type de placement, compte tenu des taux de rendement nets offerts à l'heure actuelle et de la baisse des valeurs vénales.

La «financiarisation» de l'immobilier

Sous l'influence des intervenants étrangers, l'approche de l'immobilier d'entreprise a profondément évolué, notamment en ce qui concerne les méthodes et les techniques utilisées pour évaluer et valider la pertinence d'un investissement. Pour ces investisseurs, les principaux critères de décision sont, d'une part, la performance des fonds propres investis sur une durée assez longue (10 à 15 ans), d'autre part, la qualité globale de l'actif immobilier considéré. Il faut donc recourir à des outils d'analyse prospective de plus en plus complexes et sophistiqués, permettant notamment de réaliser des calculs de taux de rendement interne (TRI) selon plu-

sieurs scénarios, prenant en compte l'environnement économique de l'immeuble et différentes hypothèses en matière d'évolution des loyers, de vacance structurelle, de rotation des locataires, de coûts de rénovation des locaux, de durée de relocation, d'honoraires liés à cette relocation, etc., l'ensemble de ces variables pouvant avoir une influence sur le *cash flow* net.

Pour les vendeurs apparaît donc la nécessité de s'adapter à ces nouvelles exigences. A cet égard, il convient de relever que plusieurs affaires importantes annoncées en 1996 ne se sont finalement pas concrétisées, en raison notamment d'une qualité insuffisante du dossier de présentation de l'actif considéré ou de difficultés de financement, pour un total d'environ 1,95 milliard de francs.

Au regard des enjeux, il convient donc d'insister sur le fait que la mise au point d'un dossier de mise en vente devient chaque jour davantage un travail de professionnels connaissant parfaitement le marché et ses acteurs, aptes à prévoir l'état du marché au moment de la mise en vente et capables d'organiser cette dernière en fonction des caractéristiques des actifs concernés (cession de gré à gré, organisation d'un appel d'offre...).