

DOSSIERS / 17 Mai 2018

L'assimilation progressive de l'immobilier à du capital-investissement

Entretien avec Frédéric Nouel (à gauche) et Laurent Modave (à droite), Associés, Gide Loyrette Nouel



L'intensité capitalistique exceptionnellement élevée est l'une des principales caractéristiques de l'immobilier en tant que sous-jacent d'une opération de fusion-acquisition.

En Europe, les immeubles de grande valeur se trouvent dans les centres urbains. Il s'agit d'un bien non substituable donc rare et cher.

« Cette intensité capitalistique favorise le recours à un endettement élevé. Lors de la signature des ventes d'un immeuble en l'état futur d'achèvement et des baux en l'état futur d'achèvement, les opérateurs peuvent avoir recours à des mécanismes juridiques et financiers relativement sophistiqués qui permettent d'anticiper la valeur future de l'immeuble. Pour sa part l'endettement, qui sera d'abord en rapport avec le coût de construction, pourra augmenter en cours d'opération lorsque la signature d'un bail aura pour effet d'apprécier significativement la valeur de marché de l'immeuble. Les montages à tirages successifs vont ainsi permettre de limiter l'engagement en fonds propres de l'opérateur », résume Frédéric Nouel, associé spécialisé en M&A immobilier chez Gide Loyrette Nouel.

On distingue trois principaux types d'acteurs sur le marché de l'immobilier :

- L'investisseur institutionnel. C'est le client final. Il cherche dans l'immobilier, qui produit un revenu locatif indexé de fait sur l'inflation, un produit de placement sécurisé en complément des emprunts d'Etat, lui permettant de sécuriser sa capacité à restituer à ses clients la valeur de leur placement augmentée de l'inflation. « Cette catégorie d'acteurs de l'immobilier investit dans les produits de rendement de bonne qualité, achevés et loués », commente Frédéric Nouel.

« Ils comparent le taux de rendement de leurs investissements immobiliers au taux de rendement des obligations d'Etat et intègrent une prime de risque... La valorisation de l'immeuble est ainsi plus fortement corrélée au taux des obligations d'Etat qu'au coût de construction proprement dit de l'immeuble », explique-t-il.

Ainsi, lorsque les taux d'intérêts remontent, la valeur de l'immobilier peut rapidement baisser.

« L'investisseur institutionnel est l'acteur n° 1, celui qui assure la liquidité du marché », souligne Frédéric Nouel.

- En amont, se trouve le « transformateur », souvent un fonds d'investissement qui prendra le risque d'acheter un bien destiné à être rénové pour le transformer en un actif au rendement stabilisé pour les investisseurs institutionnels et dégager une plus-value à cette occasion. « Le fonds recherche le meilleur taux de rendement interne des capitaux qu'il investit. Il va s'efforcer de limiter le montant de fonds propres engagés en maximisant l'effet de levier et essayer de revendre le plus rapidement possible l'actif qu'il aura transformé. A l'instar des fonds de capital-investissement, son rôle va consister à repositionner l'actif sur le marché en déterminant la nature et le niveau de prestations les plus recherchées localement. En fonction de la situation de l'offre locale, il pourra conserver une destination à usage de bureaux, la faire évoluer vers du co-working ou radicalement le transformer pour en faire un hôtel. Compte tenu des sommes à investir, du long délai des procédures administratives et des opérations de construction, les choix à accomplir sont lourds de conséquences et souvent irréversibles. Il faut savoir imaginer les besoins du marché à un horizon de 2 à 5 ans. La prise de risque est réelle et justifie des exigences de rendement des capitaux investis en tous points comparables à ceux du capital-risque. Il existe néanmoins quelques exceptions. « Toutefois, de temps à autre, dans le marché actuel qui est particulièrement actif, certains immeubles peuvent être revendus avant même d'être achetés », sourit Frédéric Nouel.

- Le fonds d'investissement agit rarement seul. Il s'appuie ou s'associe fréquemment avec le troisième acteur essentiel, le promoteur. Ce dernier va imaginer le produit immobilier à transformer, rassembler les compétences architecturales et techniques, piloter les demandes de permis de construire et maîtriser les coûts et délais de construction qu'il va souvent accepter de garantir en faveur du fonds d'investissement. N'étant pas destiné à financer et porter dans son bilan le poids de l'opération, le promoteur va s'efforcer de vendre l'immeuble qu'il propose en « l'état futur d'achèvement » c'est-à-dire « sur plans ». Dans des cas de plus en plus nombreux, les fonds

Retrouvez cette article sur notre site internet à l'adresse:

<http://fusions-acquisitions.fr/article/dossiers-5/l-assimilation-progressive-de-l-immobilier-a-du-capital-investissement-2974>

d'investissement vont demander aux promoteurs d'être partenaire minoritaire de l'opération afin qu'ils partagent les risques et profits de l'opération de transformation. « In fine, le fonds d'investissement et le promoteur rechercheront ensemble les locataires futurs de l'immeuble pour le céder au plus vite aux investisseurs institutionnels qui souhaiteront acquérir l'actif stabilisé », explique Laurent Modave, associé en droit fiscal chez Gide Loyrette Nouel.

Selon lui, les fonds, qui alimentent le marché en capitaux à risque, sont les véritables « monteurs des opérations ». Ils sont en concurrence avec les foncières cotées qui disposent actuellement de montants significatifs de capitaux et rassemblent des compétences techniques et commerciales de grande qualité. Elles « connaissent très bien leur marché et sont très efficaces ». Les grandes foncières cotées ont en outre « la capacité de pouvoir lever des fonds sur le marché obligataire ».

Le marché parisien est aujourd'hui exceptionnellement actif. « Le taux de vacance à Paris n'a jamais été aussi bas depuis le milieu des années 1990... En France, depuis la grande crise immobilière du début des années 1990, les établissements financiers et les pouvoirs publics ont organisé d'une certaine manière la pénurie, évitant ainsi la reproduction de la surproduction de la fin des années 80. La combinaison d'une réglementation contraignante, de la concentration des acteurs sur quelques zones géographiques et d'une attitude prudente et très structurée des banques finançant l'immobilier limite considérablement les projets qui aboutissent, même s'il y a énormément d'argent à investir », commente Frédéric Nouel.

« Lorsqu'il y a trop de biens sur le marché, celui-ci se charge très vite de répondre par un ajustement des loyers à la baisse. A La Défense, il suffit que quelques tours se vident pour créer une forte tension à la baisse car ce marché est extrêmement concentré. Ainsi, en 2014, les loyers des locaux libres à La Défense étaient revenus au niveau de ceux pratiqués en 2005 », constate notre interlocuteur qui connaît le marché parisien sur le bout des doigts. Certains immeubles reviennent régulièrement dans son bureau lorsqu'ils changent de mains.

L'immobilier est un produit d'investissement à part : il protège de l'inflation (car le loyer est indexé sur l'inflation). « C'est un très bon produit de complément des investissements obligataires. C'est un produit considéré comme « contra-cyclique ». Les assureurs expliquent parfois que, structurellement, l'immobilier devrait représenter 15 % de leur portefeuille. Cependant, la part de l'immobilier se situe plutôt entre 6 et 7 %... », explique Frédéric Nouel. Aujourd'hui, « l'immobilier bénéficie d'un afflux de liquidités permanent, encouragé par le vieillissement de la population qui accroît les besoins de financement des retraites et nourrit en permanence cette chaîne de transformation et de rénovation de l'immobilier, notamment dans le tertiaire et l'hôtellerie ». Cette dernière classe d'actifs « est devenue très significative ... L'industrie hôtelière de milieu de gamme dans les centres-villes en France et en Europe est considérée comme assez sûre. Sauf phénomène accidentel comme les attentats qui affectent temporairement le tourisme de loisirs, les prix de l'hôtellerie se maintiennent car la croissance de l'offre est structurellement limitée dans les grandes villes. Depuis quelques années, l'hôtellerie fait partie des classes d'actifs assimilables à l'immobilier », précise l'associé de Gide qui est récemment intervenu sur le dossier de constitution et de transfert d'AccorInvest (900 hôtels dans 23 pays) qui a duré un an et demi.

« En France, l'immobilier est souvent considéré comme une classe d'actifs à part, alors que dans l'univers anglo-saxon l'immobilier est quasiment assimilé à l'univers du private equity. S'agissant de l'hôtellerie, certains fonds de private equity spécialisés ont fait de l'achat d'hôtels leur métier... Ils constituent et revendent des portefeuilles... Aujourd'hui, l'immobilier est une stratégie à part entière du private equity, empruntant beaucoup de ses mécanismes. Pour les fonds qui ont déjà une base de clientèle importante, c'est un développement logique », souligne Laurent Modave.

De nombreux exemples le prouvent : monter un fonds dans l'immobilier n'est pas une chose facile, même si l'on bénéficie d'une belle réputation et d'une marque forte dans le métier du capital-investissement. « Non seulement il faut recruter une bonne équipe mais il faut aussi avoir un track record à présenter à ses investisseurs. Dans l'immobilier, on commence petit. Il faut du temps avant de pouvoir investir des milliards », sourit Frédéric Nouel. « Pour se lancer dans l'immobilier, le fonds doit avoir la capacité d'embaucher une bonne équipe et ce, avant d'avoir pu réaliser ses premiers investissements. Le premier fonds permet de démontrer votre compétence aux investisseurs ».

« La France est encore un peu en retard par rapport au monde anglo-saxon en ce qu'elle n'a pas encore totalement assimilé au capital-investissement les opérations immobilières. Or, dans toutes les boutiques de M&A aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, l'immobilier fait partie intégrante des fusions-acquisitions », constate notre interlocuteur. Pourquoi ? La réponse se cache probablement dans l'histoire. L'immobilier n'a pas toujours bénéficié, en France, d'une bonne image. La grande crise immobilière de 1992 qui a mis à terre le Crédit Lyonnais, ainsi qu'un certain nombre d'autres banques françaises, n'a pas amélioré les choses. Entre 1985 et 1991, les prix de l'immobilier se sont envolés notamment à Paris et en région parisienne, sous l'effet d'une spéculation effrénée. « C'était une période folle, les bulles immobilières ont explosé partout dans le monde. Le centre de Tokyo correspondant au périmètre du palais impérial valait plus que la Californie. Les prix n'avaient plus aucun sens... Les grandes économies n'ont pu s'en relever qu'au prix d'une nationalisation massive des pertes des banques auprès des professionnels de l'immobilier. Aux Etats-Unis, la Resolution Trust Corporation (RTC) américaine, et en France le Consortium de Réalisation (CDR) - entités contrôlées par leurs gouvernements - ont racheté à leur valeur comptable, soit bien au-dessus de leur valeur

réelle, les créances sur les professionnels de l'immobilier pour contenir l'impact de la crise. La RTC a remis en vente ces créances sur le marché via des appels d'offres. Des fonds de capital-risque s'y sont intéressés, d'abord prudemment puis massivement, faisant progressivement remonter les prix et surtout réinjectant des liquidités dans un marché exsangue et sclérosé. Petit à petit les chantiers interrompus ont pu redémarrer, les immeubles être remis à la vente à des prix raisonnables et les locataires retrouver des locaux à des loyers abordables. Il a fallu dans un premier temps des capitaux publics pour stopper l'hémorragie puis des capitaux privés pour ranimer un marché totalement éteint... En 1995, les fonds de capital-investissement américains ont décidé de traverser l'Atlantique et de s'intéresser au marché français dont les caractéristiques étaient en tous points comparables à ceux des grandes villes de l'est américain : urbanisme contraint, surproduction de locaux, banques exsangues, locataires quasi inexpugnables... Ce sont ces fonds qui ont injecté massivement des liquidités sur le marché français en exportant leurs méthodes financières beaucoup plus sophistiquées. Ils ont appliqué les principes de bonne gestion du private equity US à l'immobilier. Ces fonds US ont simultanément développé une activité de private equity en France, élevant sensiblement le niveau de jeu des quelques acteurs nationaux en utilisant des montages très complexes compte tenu des taux d'intérêts très élevés à l'époque.

A compter du début des années 2000, la confiance dans le secteur de l'immobilier est progressivement revenue et les capitaux à long terme des investisseurs institutionnels, en particulier les fonds grand public allemands sont lentement revenus. Avec eux et grâce à leurs besoins massifs de placement, les opérations se sont simplifiées. En 2003-2004, les fonds retail allemands ont représenté près de 40 % des acquisitions sur le marché de bureaux en Ile-de-France. Dans le même temps, à l'initiative du Président d'Unibail, Monsieur Léon Bressler, la France crée le régime SIIC pour ses foncières, régime en tout point comparable à celui des REIT américains qui exonère d'impôts les foncières cotées qui souscrivent un engagement de distribution massive de leurs revenus immobiliers (90 % aujourd'hui) et de leurs plus-values (50 % sur deux exercices). Le marché commence alors à adopter sa structure actuelle : investisseurs institutionnels et foncières, fonds de capital risque, promoteurs », explique Frédéric Nouel.

Dans ce marché modernisé et sophistiqué, les opérateurs de SCPI, véhicules d'investissement empreints de leur statut complexe de société civile soumis au régime de la fiscalité immobilière des particuliers, ont consulté le cabinet Gide pour rechercher des solutions. Frédéric Nouel, Laurent Modave et Stéphane Puel ont proposé de créer un nouveau produit adossant le régime fiscal des SIIC aux fonds communs de placement et Sicav françaises. C'est ainsi qu'est né l'OPCI, devenu depuis la référence en Europe des fonds immobiliers.

« Il y avait un trou béant dans la réglementation française. Les fonds d'investissement investissaient dans tous les secteurs sauf l'immobilier où il n'y avait que les SCPI qui n'étaient pas au niveau en termes de capacité d'investissement réglementaire. Partout dans le monde, l'immobilier coté correspond à 1/3 du marché et l'immobilier non coté représente les 2/3 restants. En France, l'immobilier coté représentait 90 % du marché et l'immobilier non coté et les SCPI les 10 % restants. Deuxième marché immobilier européen, la France se trouvait alors au 14e rang en termes de fonds d'investissement immobiliers. Ce sont les statistiques de l'époque, avec 10 milliards d'euros pour les SCPI, contre 80 milliards pour les fonds core allemands, 20 à 30 milliards pour l'immobilier non coté anglo-saxon européen, principalement à Londres, et 50 milliards d'euros sur les foncières cotées. Aujourd'hui, la situation est normalisée, avec 50 milliards d'euros dans les OPCIs, 18 à 19 milliards dans les SCPI et 70 à 80 milliards dans les foncières, le marché dispose manifestement de la panoplie d'outils nécessaire pour répondre aux différentes stratégies des investisseurs du marché. Nous avons pu avec les professionnels de l'immobilier adapter la réglementation pour répondre aux besoins du marché. Depuis nos partenaires européens s'en sont inspirés, tant pour les foncières cotées que pour les fonds non cotés », détaille Frédéric Nouel.