



2001 - « CŒUR DÉFENSE » SYMBOLE DE LA FINANCIARISATION DE L'INDUSTRIE IMMOBILIÈRE

Une nouvelle chronique consacrée à la riche histoire immobilière fait ses premiers pas dans nos colonnes. Nous l'avons confiée à la dynamique Ingrid Nappi-Choulet, professeur à l'Essec Business School, titulaire de la Chaire Immobilier, dont l'enseignement est unanimement reconnu. Faisant un lien

entre la pierre et l'histoire économique, notre chroniqueuse s'attachera à un immeuble emblématique. À commencer par une opération ô combien symbolique : « Cœur Défense »...

Symbole de succès au milieu des années 2000, l'opération « Cœur Défense » livrée en septembre 2001, accumule rapidement divers records en moins de dix années et devient emblématique de la financiarisation du secteur immobilier en France. À celui de la taille de l'opération - la plus grande opération immobilière de bureaux développée à l'époque en Europe avec près de 185 000 m² de surfaces utiles dans le plus grand quartier d'affaires d'Europe, sur une emprise d'environ deux hectares - s'ajoutent le record du prix de l'actif le plus cher d'Europe (2,11 milliards d'euros en 2007), celui du rendement locatif généré le plus élevé avec 102,3 millions d'euros de revenus locatifs par an, soit un rendement brut de 4,8 %, enfin celui de la valorisation d'actif la plus rapide : en moins de trois années, l'immeuble s'apprécie de 56 %. L'opération continue à défrayer la chronique à la suite de la crise financière depuis 2008 et de la faillite surprise de Lehman Brothers, son nouveau propriétaire.

À son commencement, l'ensemble immobilier marque la reprise du marché immobilier à la suite du marasme immobilier des années 1990. Conçu par l'architecte Jean-Paul Viguier à l'emplacement de l'ancien immeuble Esso, qui fut le premier bâtiment de bureaux construit en 1963 dans le quartier d'affaires de La Défense encore en travaux d'aménagement à l'époque, l'immeuble est composé de deux imposantes tours jumelles de grande hauteur (39 étages) et de trois bâtiments de 8 étages, le tout relié par un vaste atrium de verre. L'ensemble tertiaire est présenté lors de sa construction comme « une cité dans la ville », avec plus de 10 000 postes de travail, 2 800 places de parking et 1 200 m² de services et commerces de proximité groupés autour d'un atrium de 5 000 m² et de 40 mètres de hauteur, le plus grand de France, dans lequel on pourrait presque mettre l'arc de triomphe de Paris. L'opération participe à la reprise du quartier d'affaires de La Défense, considéré, avec plus de 3,8 millions de mètres carrés de bureaux, comme le plus grand centre d'affaires en Europe, avec plus de 110 000 salariés qui y travaillent.

L'opération répond rapidement aux standards des grands utilisateurs français et internationaux en leur offrant des étages ou plateaux de très grande taille (environ 1 800 m², soit l'équivalent

d'un immeuble haussmannien classique), modulables, avec des espaces de travail de premier jour et des prestations techniques au meilleur niveau, dignes des plus beaux quartiers d'affaires au monde.

La crise de 1991

L'opération s'avère toutefois complexe dès le début. Initiée en mars 1991, le projet d'une nouvelle tour de bureaux est abandonné avec le retournement brutal du marché à l'été 1991 tandis qu'un lourd contentieux financier oppose l'Epac (Établissement public d'aménagement de La Défense) et les propriétaires du site, qui avaient alors acquis le foncier trois fois plus cher avant la crise des bureaux de 1991. Cette dernière affecte l'ensemble de la filière immobilière et engendre des conséquences par ailleurs graves sur les grandes opérations d'aménagement urbain lancées à la fin des années 1980, dont la plupart sont confrontées à des difficultés financières, à la limite de la faillite.

La reprise du projet et les effets de cycle

Le projet, rebaptisé « Cœur Défense » en 1994 au moment de la destruction de la tour Esso, végète pendant plus de six ans autour d'un énorme terrain vierge en plein cœur du quartier d'affaires dont la valeur s'effondre, tandis que les intérêts de la dette contractée par les propriétaires plombent le budget prévisionnel. Quelques investisseurs s'y intéressent alors que le marché repart en 1997 et prennent contact avec la SNC Cœur Défense. C'est finalement la société foncière Unibail qui acquiert en septembre 1998 les terrains de l'ancienne tour Esso et les droits immobiliers du projet Cœur Défense pour plus d'un milliard de francs (soit 152 millions d'euros), profitant ainsi d'un premier effet de cycle.

L'opération réalisée par le groupe Bouygues en moins de quatre ans (entre 1998 et 2001) est pilotée par la plus grande foncière cotée en Europe, le groupe Unibail, via la société Tanagra, maître d'ouvrage du projet et dont le capital est détenu principalement par Unibail en propre et par son fonds d'investissement, Crossroads Property Investors.

Unibail devient en peu de temps le premier propriétaire du quartier de La Défense et symbolise, par la taille de son patrimoine immobilier, le rôle des sociétés foncières cotées dans la reprise du marché et dans la financiarisation du secteur en lui-même en .../...



« Cœur Défense » est livré en septembre 2001, au moment de la reprise du marché locatif. Malgré le rejet et la peur panique des tours par les utilisateurs, suite aux attentats du World Trade Center de New York, l'opération se loue très rapidement à plusieurs grandes entreprises, à la surprise générale des protagonistes du marché. //



.../... France. Alors que le marché immobilier est encore déprimé, la société Tanagra décide de monter l'opération « en blanc », c'est-à-dire vide, sans connaissance des utilisateurs, en prenant intégralement le risque locatif. L'opération est un vif succès: l'immeuble est livré en septembre 2001, au moment de la reprise du marché locatif. Malgré le rejet et la peur panique des tours par les utilisateurs, suite aux attentats du World Trade Center de New York, l'opération se loue très rapidement à plusieurs grandes entreprises, à la surprise générale des protagonistes du marché. Le financement du montage de l'opération est sécurisé en 1997 avec toutes les plus grandes banques de la place: il s'agit alors du plus grand crédit promoteur jamais réalisé. L'opération est un véritable succès puisque la valorisation de l'immeuble atteint 1,345 milliard d'euros à sa livraison, notamment grâce à l'excellent taux d'occupation qu'affiche l'immeuble. Avec une plus-value immédiate de près de 600 millions d'euros à la livraison des murs, Cœur Défense devient l'emblème de la réussite immobilière et financière d'Unibail, dans un contexte de marché euphorique marqué par la financiarisation nouvelle de tout un secteur d'activité.

La titrisation de « Cœur Défense »: archétype de la financiarisation immobilière

La titrisation est au cœur de la financiarisation de l'immobilier. Elle devient dans les années 2000 un outil de refinancement très attractif, notamment pour les foncières qui y ont recours en plus des crédits bancaires classiques, syndiqués ou non. La technique permet de lever des volumes très importants de capitaux auprès d'investisseurs, à des conditions de financement attractives, moins onéreuses et plus intéressantes que les financements traditionnels proposés par les banques.

Le refinancement par Unibail en 2003 au fonds d'investissement Whitehall (géré par la banque d'investissement Goldman Sachs) de la dette contractée au début de l'opération par une opération de titrisation CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities) adossée à l'immeuble « Cœur Défense », s'insère dans ce nouveau contexte. L'opération de titrisation initiée par Unibail est la première du genre en Europe continentale. Le prêt mis en place sur l'actif immobilier « Cœur Défense » est par ailleurs assorti d'un privilège de prêteur de deniers à hauteur de 820 millions d'euros, et a pour échéance avril 2012. Par ailleurs, Karanis, la SCI d'Unibail propriétaire de l'immeuble, a consenti des délégations d'assurance et des cessions Daily de toutes sommes à recevoir

au titre des baux et des conventions de couverture pour garantir son financement.

En juillet 2004, Unibail cède au fonds d'investissement américain Whitehall 51 % du capital de Karanis, société qui détient l'immeuble « Cœur Défense ». Le succès est marquant pour Unibail. Whitehall qui réalise une opération à plus de 90 % d'effet de levier se réjouit d'acquiescer un actif phare du marché du bureau parisien parfaitement sécurisé d'un point de vue locatif et dont la valeur vénale est encore appelée à croître, dans un marché de l'investissement toujours plus en demande d'actifs immobiliers.

Dans ce contexte, Unibail et Whitehall-Goldman Sachs profitent de dix années de hausse soutenue des prix et des loyers, et de la baisse conséquente des taux de rendement attendus par les investisseurs en recherche de placements immobiliers pour leurs liquidités. La valorisation de « Cœur Défense » atteint en 2007 plus de 2,1 milliards d'euros et fait ressortir un taux de rendement locatif de 4,7 %, proche de celui des Obligations Assimilables au Trésor (OAT, représentant les actifs sans risque). En mars 2007, Unibail et les fonds Whitehall décident de céder leurs parts de la SCI Karanis notamment à deux fonds immobiliers de Lehman Brothers: l'opération « Cœur Défense » est ainsi vendue avec une plus-value de 21 % par rapport à la valeur d'expertise du 21 décembre 2006, via deux structures ad hoc: Heart of La Défense (HOLD) et sa maison-mère, la holding Dame Luxembourg.

Le 15 septembre 2008, Lehman Brothers annonce sa faillite... ■

* Ingrid Nappi-Choulet est Professeur à l'Essec Business School, Titulaire de la Chaire Immobilier et Développement Durable

La chaire Immobilier et Développement Durable de l'Essec

Créée fin 2002, soutenue depuis 2010 par Poste Immo ainsi que par Foncière des Régions et Form'a depuis 2012, la chaire Immobilier et Développement Durable de l'Essec est un lieu de production et de recherche académiques orientées sur le management et la stratégie immobilière des entreprises et des investisseurs. La chaire permet par ailleurs aux étudiants du programme Grande Ecole de l'Essec de suivre des enseignements accrédités par la RICS et dispensés notamment par les partenaires.