

ENTRETIEN AVEC INGRID NAPPI-CHOLET (ESSEC)

Esquisse d'une histoire de la financiarisation immobilière et urbaine



Ingrid Nappi-Choulet, professeur à l'ESSEC, titulaire de la Chaire Immobilier et développement durable, revient sur les étapes de la financiarisation immobilière en France, depuis les années 1980. Elle décrit les arrivées successives d'investisseurs internationaux, dont les origines et les caractéristiques ont évolué au fil des dernières décennies.

Comment êtes-vous venue à travailler sur les problématiques de financiarisation immobilière et urbaine ?

Différentes raisons m'ont amenée à étudier, en tant qu'économiste et depuis bientôt vingt-cinq ans, ce secteur particulier et important de l'économie réelle. Mon mémoire de recherche de DEA d'économie appliquée, en 1988, portait sur le marché des bureaux dits "en blanc", c'est-à-dire réalisés sans connaissance de l'utilisateur, avec un risque locatif important, porté soit par le promoteur soit le plus souvent par l'investisseur, ce que les Anglo-Saxons nomment *speculative building* ! L'époque était alors marquée par un boom de l'immobilier de bureau sans précédent, en région parisienne comme en province. Un peu plus tard, ma thèse de doctorat en sciences économiques, menée sous la direction de Jean-Jacques Granelle, m'a permis de poursuivre cette première approche en étudiant spécifiquement le comportement des investisseurs immobiliers sur les marchés de bureaux. Les données étaient alors inexistantes, les marchés opaques et les études balbutiantes. La vision de l'immobilier était essentiellement patrimoniale, et les raisonnements économiques de ces acteurs restaient incompréhensibles dans un contexte de marchés euphoriques. La fin de ma thèse a coïncidé avec le retournement de 1992 et la discussion visant à caractériser cette crise immobilière : fin d'un cycle ou éclatement d'une bulle spéculative.

La suite de mes travaux dans ce domaine correspond à ma rencontre avec Alain Sallez, professeur d'économie urbaine à l'ESSEC. Il m'a vivement encouragée à poursuivre mes recherches économiques dans un secteur peu reconnu, où les postes universitaires étaient inexistantes. C'est donc à l'ESSEC que ma carrière académique a commencé. J'y dirige aujourd'hui la chaire Immobilier et développement durable, que j'ai créée il y a dix ans.

Ces problématiques font aujourd'hui l'actualité...

Je pense que la financiarisation de l'immobilier est le thème à la mode des années 2000, mais qui sera bientôt dépassé par d'autres. En tout cas, pour l'immobilier de bureau, cela s'est arrêté en 2007, avec la crise financière et la crise des titrisations immobilières. Parce que cette financiarisation était liée à un contexte macro-économique tout à fait particulier. Celui de la libéralisation des marchés et de la mise en place du marché unique européen, au milieu des années 1980. Il ne faut pas oublier ce moment historique, la libre circulation des personnes, des capitaux et des marchandises, la déréglementation des marchés financiers, l'arrivée des banques d'affaires, avec leurs fonds et véhicules d'investissement immobilier, etc. C'est là un premier point très important, puisque cette libéralisation a été mise en œuvre par des gouvernements de droite et de gauche. Notamment parce que l'Angleterre l'avait déjà fait...

Deuxième point très important, la financiarisation de l'immobilier est la solution à la crise des bureaux de 1991. La plupart des acteurs étaient en grande difficulté financière : les banques, tout particulièrement le Crédit Lyonnais, des institutions financières publiques, des promoteurs immobiliers... J'étais aux États-Unis à l'époque, en 1994, et on y parlait de *securitisation*. On ne savait pas le traduire en français, mais cela voulait dire "tritratisation", qui est un des aspects de la financiarisation. Tous ces phénomènes étaient encore émergents.

Donc la financiarisation, c'est une solution à la crise de 1991. Pourquoi ?

Parce que c'est l'arrivée sur le marché français des fonds d'investissement gérés par les grandes banques d'affaires anglo-saxonnes – les J.P.Morgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley ou Lehman Brothers – pour racheter les créances

immobilières douteuses des banques – celles du Crédit lyonnais regroupées dans une structure dite "de défaillance", le Consortium de réalisation (CDR), celles du Crédit Suez... Mais aussi pour reprendre les actifs vides – c'est-à-dire les bureaux en blanc financés par les banques sans utilisateurs finaux, que les promoteurs ont commencé à mettre en place dans les années 1980 et qui seront livrés en 1992-1993. Qui les rachète ? Ces fonds qu'on appelait alors "vautours", aujourd'hui *opportunistic funds*, c'est-à-dire des fonds opportunistes gérés par des banques d'affaires qui arrivent en France en 1995-1996.

Que se passe-t-il ensuite ?

Un autre contexte macro-économique se met en place à la fin des années 1990, à la suite de la libéralisation des marchés. Celui du credo en la valeur dite "actionnariale", qui met en cause la gouvernance d'entreprise et l'univers du management. Dans les écoles de management, on enseigne – et la Caisse des Dépôts avait alors fait un travail là-dessus – qu'il y a un nouveau mode de gouvernance dans l'entreprise, qu'au mode de gouvernance classique succède un mode de gouvernance dit "par la valeur actionnariale". De nouveaux indicateurs sont mis en place, qui prennent notamment en compte le coût d'opportunité des fonds propres. Les grands groupes cotés réfléchissent à leur valeur actionnariale et à la notion de cœur de métier, et se rendent compte que l'immobilier ne fait pas partie de leur cœur de métier. D'autant que ces grands groupes n'avaient aucune connaissance de leur parc immobilier. Cette notion de valeur actionnariale vient

donc à point nommé pour leur faire prendre conscience que l'immobilier peut constituer des pépites, dégager du *cash*. Ceux qui vont le faire en premier, ce sont les opérateurs téléphoniques, dans un contexte nouveau de fusion-acquisition. C'est notamment le cas d'Orange-France Télécom, qui vend ses actifs immobiliers à un fonds opportuniste, qui seront ensuite rachetés par une société foncière cotée.

Cette attitude n'avait-elle pas déjà été celle, dans les années 1980, des grandes entreprises industrielles, du secteur de l'automobile en particulier, qui ont vendu leur foncier en première couronne parisienne (par exemple, Citroën à Levallois ou RVI à Suresnes), opérations qui leur ont rapporté du *cash* ?

C'est en effet la période du premier boom, du premier cycle, 1985-1991, qui est pour partie la conséquence des lois de décentralisation – les villes prenant en main leur urbanisme – et se concrétise dans le développement des ZAC, confiées à des SEM, voire à des opérateurs privés. Au cours de ce premier cycle, qui voit la tertiarisation de presque toute la première couronne de la région parisienne, les opérateurs sont certes français, mais les investisseurs commencent à être étrangers, beaucoup viennent du Moyen-Orient, mais aussi du Japon, comme Kowa (l'immeuble Washington Plaza, ancien siège social de Shell) ou Nippon Life (qui rachète le Forum des Halles) ou encore Meiji Life (Les Trois Quartiers). Il y a beaucoup de rachats, et les investisseurs étrangers font monter les prix. Mon analyse, c'est que, alors, on ne construit pas des



Nicolas Tavernier / R&A

bureaux pour répondre seulement à la demande des entreprises, mais parce qu'il y a tout d'abord une demande forte et soudaine d'investissements. Et les entreprises vendent leur foncier parce que les collectivités locales ont des projets de ZAC tertiaires pour répondre aux demandes des investisseurs. Cela engendre de nombreuses réalisations de bureaux. C'est la première période de la financiarisation immobilière.

Justement, comment la définissez-vous ?

La financiarisation, c'est l'application des méthodes financières à la ville et à l'immobilier, à des actifs patrimoniaux, à des actifs des biens publics ou des territoires. Ce qu'il est intéressant de comprendre, c'est pourquoi ce processus était incontournable : il fallait faire face à un mouvement de libéralisation économique et financière sans précédent, au niveau mondial, auquel la France ne pouvait échapper. On a donc assisté ensuite à des dérèglements des marchés financiers, combinés à une révolution technologique, d'abord l'informatisation intensive, puis le numérique omniprésent. Les marchés ont commencé à fonctionner selon des systèmes complètement différents. La crise de 1991 marque la fin de cette première période. Et la solution financière à cette crise de surproduction est donc l'arrivée en France de ces fonds d'investissement, essentiellement anglosaxons, à partir de 1996. Pour eux, il y a une opportunité à saisir : le rachat des créances douteuses ou des actifs douteux, avec des décotes considérables dans un marché sinistré. Dans un contexte de faible coût de la dette et d'effet de levier financier fort, le marché de la dette immobilière et de la titrisation des créances immobilières explose en France, comme dans la plupart des pays développés.

Revenons à cette période 1996-2011 de rachat des créances douteuses par des fonds anglo-saxons. Que font-ils de ces actifs ?

Ils les recèdent après transformation, ce que l'on nomme à l'époque – et c'est un terme nouveau – *l'asset management*. L'immeuble Lumière (anciennement Zeus) de Bercy, la plus grande opération de bureaux dans Paris, avec aujourd'hui près de 200 000 m², en est une parfaite illustration. C'était la SARI qui, à l'époque, voulait créer un *mart* du vin, sur le modèle du CNIT, qui était le *mart* des technologies de l'information. Le concept ne prenant pas, l'immeuble était resté vide, et il faisait partie du lot des actifs portés par la compagnie Suez. Ce n'était pas une créance, c'était un actif vide. Cet immeuble, racheté par Blackstone, puis repris par la foncière américaine Tishman Speyer, va être prochainement loué au ministère de

l'Intérieur. Le financement de l'opération est quant à lui titrisé par Morgan Stanley.

Ensuite, ces fonds vont surfer sur une deuxième vague qui est, dans le contexte de la valeur actionnariale, le fait que des entreprises se mettent à vendre leur immobilier d'exploitation au début des années 2000, notamment à des foncières cotées. C'est la mise en place du régime SIIC, qui est intéressant, car défiscalisant et permettant de bénéficier de droits de mutation réduits. Il y a donc une deuxième catégorie d'investisseurs qui constituera la



financiarisation, ces fameuses sociétés foncières cotées. Cela va être leur boom, la plupart vont se créer à ce moment-là pour être les partenaires de grandes entreprises : Foncière des Murs, qui rachètera le patrimoine d'Accor, Foncière des Régions, celui de France Télécom, d'EDF, Unibail-Rodamco, etc. En parallèle, ces foncières vont prendre un poids croissant en Bourse.

France Télécom, par exemple, cède ses murs, mais devient locataire...

Oui, et elle n'est pas la seule, il y a aussi EDF, Thales, Accor, etc., qui font ce qu'on appelle des "cessions-locations", en anglais *sell and lease back*. Dans ce qu'on nomme une "externalisation" – et on a beaucoup joué sur le mot –, l'entreprise reste toujours l'occupant. Mais elle change de statut, elle n'est plus propriétaire, elle devient locataire, en cédant ses immeubles à des investisseurs. Or la financiarisation, c'est considérer l'immeuble comme un actif financier, et un actif financier qui apporte des revenus. Donc, dès lors, on passe du statut patrimonial au statut financier.

Donc, si je résume, la financiarisation, c'est : première période, l'arrivée des fonds d'investissement opportu-

nistes et le rachat des créances douteuses après la crise de 1991 ; deuxième période, le développement des foncières cotées, qui rachètent des actifs parce que les entreprises les vendent, dans un contexte de valeur actionnariale ; troisième période, le développement de la titrisation des créances immobilières dans un contexte de développement de la dette immobilière ; enfin, la dernière période, avec la crise financière de 2008 puis la suppression récente du statut SIIC, c'est la crise de la dette. On peut résumer la financiarisation comme étant la traduction du développement considérable des fonds et véhicules d'investissement cotés, et non cotés, dans un contexte de dette facile, de levier financier exceptionnel et de mise en place de la titrisation de la dette – parce que le coût de la dette était au plus bas, et l'inflation très faible.

Avec la crise financière de 2008, tous ces investisseurs qui ont acheté en s'endettant se retrouvent coincés, puisqu'il n'y a plus de dette possible. Dans un contexte où la plupart des fonds d'investissement montés il y a plus de dix ans se retrouvent en situation de devoir arbitrer leurs actifs. C'est en particulier le cas des fonds "fermés", c'est-à-dire qui ont un capital pour dix ans et qui, à cette échéance, doivent revendre leurs actifs et trouver acquéreurs. Il faut faire attention à ce qu'on lit dans la presse et à la façon dont sont interprétées les données de marché. Ce marché constitue un tout petit monde, sur une toute petite place. Il faut vraiment dissocier les investissements nets des transferts d'actifs. Au plus fort du boom, en 2007, on estimait à 28 milliards d'euros la demande d'investissements, c'est-à-dire d'actifs, c'était vraiment des demandes d'investissements en net. Aujourd'hui, les investisseurs se revendent et se rachètent des actifs dans un contexte où les prix peuvent diminuer. Ce n'est plus forcément le même contexte.

On n'a jamais expliqué pourquoi, en 1991, on s'est retrouvé avec 4 millions de mètres carrés de bureaux vides dans Paris, c'est-à-dire, à l'époque, deux fois le parc de bureaux du quartier de la Défense. Comment cela a-t-il été possible ?

C'est notamment parce qu'on n'a jamais comptabilisé les transactions auprès des utilisateurs en variation nette. C'est-à-dire que chaque fois qu'une entreprise déménageait, elle laissait par exemple 50 000 m² pour en reprendre 40 000 ou 60 000 m², donc les promoteurs ont lancé des opérations, et les collectivités locales ont

accordé des permis de construire sur la base de cette demande de 60 000 m², sans penser que, derrière, il y avait un stock ancien qui s'accumulait. La variation nette n'était pas prise en compte ; aujourd'hui, sur le marché locatif, c'est différent. Mais, en revanche, on peut se poser cette question à propos des cessions entre investisseurs, et distinguer ainsi entre, d'un côté, la demande nette d'investissement et, de l'autre, les transferts d'actifs entre investisseurs.

Depuis 2008, où le marché de la dette s'est beaucoup restreint, les fonds d'investissement opportunistes vont vers de nouvelles niches : les hôtels de luxe, le résidentiel haut de gamme, les commerces. Et, tout récemment, les fonds de dette. Puisque toute la période antérieure reposait sur la dette, ils rachètent leurs dettes aux banques ou aux acteurs endettés.

Les promoteurs comme Nexity affirment qu'ils ne construisent plus en blanc...

La construction de bureaux en blanc constituait les prémices de la financiarisation, ce qui a abouti à des immeubles vides. Le blanc est un indicateur de prise de risque locatif. Mais dire qu'on ne fait plus de blanc, c'est faux ! Toutes les nouvelles tours à la Défense sont lancées en blanc, comme les tours Majunga et Phare programmées par Unibail-Rodamco.

La financiarisation signifie-t-elle forcément spéculation et opacité ?

Non, il faut dédramatiser la financiarisation et en voir aussi les aspects positifs. L'arrivée des fonds d'investissement, qui fonctionnent avec une batterie d'indicateurs, a entraîné la création d'organismes fournissant des données de marché objectives, comme par exemple IPD-Immostat. Les marchés sont devenus plus transparents qu'il y a quinze ou vingt ans.

Et ces fonds opportunistes ont été les premiers à prendre le risque d'investir dans de nouveaux secteurs, par exemple ceux de La Plaine-Saint-Denis ou de Gennevilliers. Enfin, cette financiarisation a permis aux grandes entreprises – les grands comptes – de prendre conscience de la valeur de leur immobilier d'exploitation et de mettre en place de véritables fonctions immobilières au sein de leurs directions, chargées de gérer au mieux les immeubles, gage d'une meilleure approche de ce domaine.

Propos recueillis par Antoine Loubière

➔ Ingrid Nappi-Choulet a notamment publié *Les Mutations de l'immobilier : de la finance au développement durable* (Autrement, 2009) et *L'Immobilier d'entreprise, analyse économique des marchés* (Economica, 2010). Elle a plus récemment contribué à la revue *Esprit* avec deux articles : "La financiarisation des quartiers d'affaires : l'exemple de Cœur Défense" (novembre 2011) et "Le logement, laissé-pour-compte de la financiarisation de l'immobilier" (janvier 2012).