

## PORTRAIT D'ENTREPRISE

### *Les Sociétés Immobilières d'Investissement Cotées (SIIC) ou French REITs: Foncière Des Régions et Unibail-Rodamco*

Cyril Boisnier

*Ces deux « portraits » s'inscrivent dans une série déjà longue dans laquelle nous avons présenté à nos lecteurs des grands promoteurs immobiliers en France et en Espagne (Flux 69 et 70), des fonds de private equity américains, (Flux 71 et 72/73) et la Banque Macquarie (Flux 81). Ils éclairent d'un autre jour les formes de financiarisation de la ville.*

*La rédaction.*

Les portraits d'Unibail-Rodamco et de la Foncière Des Régions (FDR), présentés dans cet article, s'inscrivent dans la problématique de la financiarisation de l'immobilier depuis les années 1990 d'une part, et celle de l'émergence de grands opérateurs urbains et des formes qu'elle revêt d'autre part. Le cas des SIIC (Sociétés Immobilières d'Investissement Cotées), par usage appelées aussi sociétés foncières cotées ou « foncières cotées », est à cet égard instructif car il lie la financiarisation à un dispositif fiscal; dans le même temps, il favorise l'émergence d'opérateurs urbains appelés à concilier des logiques financières court-termistes et des logiques industrielles long-termistes. En d'autres termes, ce cas nous éloigne d'une vision réductrice d'opérateurs financiers dominés par le seul court terme.

Même si l'on peut observer que certaines SIIC sont nées dans la deuxième moitié du XIXe siècle et que, au début

des années 2000, existait déjà une fiscalité immobilière, propice à leur apparition, c'est une loi de 2002 qui consacre le statut de ces sociétés en France. Selon les termes de la loi de finances du 30 décembre 2002, sont visées par le dispositif SIIC, les sociétés d'un capital d'au moins 15 M€ dont l'objet social est l'acquisition ou la construction d'immeubles en vue de leur location. La SIIC peut également, à titre accessoire, exercer une autre activité de marchand de biens, de gestion ou de promotion immobilière pour le compte de tiers, dans la limite de 20% de la valeur de ses actifs. Les petits porteurs pourront désormais se constituer un portefeuille de rendements exonérés d'impôts avec les titres des SIIC éligibles au Plan d'Épargne en Actions (PEA). Le cheval de bataille de cette réforme est en effet la transparence fiscale et la distribution aux actionnaires de 85% des bénéfices et de la moitié des plus-values immobilières.

#### **Les SIIC : un statut intermédiaire entre celui des SICOMI et celui des REITs**

Le statut de SIIC s'est largement inspiré tant du système français des SICOMI (Société Immobilière pour le Commerce et l'Industrie) que de celui des REITs (*Real Estate Investment Trusts*) anglo-saxons en vigueur aux États-Unis depuis les années 1960. Ces deux systèmes ont en commun de promouvoir la transparence fiscale, c'est-à-dire le fait pour une société foncière de ne pas être imposée directement mais *via* ses actionnaires, et d'être dans l'obligation de distribuer ses résultats.

En France, la plupart des sociétés foncières étaient, avant la loi sur les SIIC, plutôt des organismes financiers de crédit-bail adossés à des banques et spécialisés dans l'immobilier d'entreprise. Créées par une ordonnance de 1967, elles avaient une forme juridique de SICOMI. La SICOMI avait majoritairement pour vocation d'encadrer le financement de l'immobilier d'entreprise par crédit-bail: construction et location d'immeubles. Ce financement s'effectuait avec un risque réduit puisque la SICOMI conservait la propriété du bien jusqu'à la fin du remboursement et elle avait plusieurs entreprises-emprunteurs en parallèle. Ces SICOMI cotées (ou non) étaient exonérées d'impôt à la condition de distribuer 85% de leurs bénéfices. À partir de 1991, ce modèle économique est remis en cause par la crise de l'immobilier et les SICOMI n'ont plus l'accord des banques pour financer à 100% l'immobilier des entreprises (*Les Échos*, 24 octobre 2010). Leur régime de transparence fiscale prend fin

Des SICOMI aux SIIC (en G€ et hors SIIC paneuropéennes)				
Année	Nombre foncières	Capitalisation	Capitalisation unitaire moyenne	Capitalisation des 5 premières
1994	56	13,6	0,2	3,3
2001	29	16,5	0,6	9,1
2007	48	53,9	1,1	32,3
2008	45	31,3	0,7	18,5

en 1996. Cette disparition causa aux foncières cotées une décote d'environ 20% de leur capitalisation boursière (Allianz, 2011).

Les fonds d'investissements *REIT*, issus de la titrisation immobilière, assurent aux États-Unis la construction et la gestion d'immeubles de rapport pour le compte de leurs actionnaires. Restés aux mains des institutionnels jusqu'au début des années 1980, ils s'ouvrent après la crise des Caisses d'Épargne (les *Savings and Loans*) à de nouvelles catégories d'acteurs (Aveline-Dubach, 2008, p. 44). Les *REITs* nord-américains détiennent, à la différence des foncières européennes, une part importante de leurs actifs en immobilier résidentiel (Le Fur, 2006). Autre différence importante : 70% des entreprises nord-américaines ne sont pas propriétaires des immeubles qu'elles utilisent alors que le rapport est inverse en France. Rappelons aussi que ce modèle s'est décliné d'abord aux Pays-Bas (1969) et en Belgique (1995), puis dans un contexte de bonne santé économique, en France, et ensuite, dans cinq autres pays. Précisons que le cas de la Grande Bretagne, plateforme mondiale de la finance, est singulier, car les sociétés foncières (*property companies*) anglaises ne possèdent pas, comme les *REITs*, de forme

légale ou ne bénéficient pas d'avantages fiscaux spécifiques. Ce sont des compagnies de statut public. Elles comprennent les *property investment companies* qui ont pour objectif d'acquérir de l'immobilier locatif et les *developers-traders* qui ont pour vocation de faire construire ou d'acquérir des biens immobiliers, puis de les revendre afin de réaliser des plus-values (Le Fur, 2006).

Le dispositif SIIC a été aussi à l'origine de nouvelles initiatives propres à la zone européenne en vue de développer la capitalisation boursière et les intérêts des grands *REITs*. *The European Association of Public Real Estate (EPRA)*, créée en 2005, représente notamment les 25 principaux *REITs* européens dont la capitalisation boursière, estimée à environ 72 G€ (IEIF, 2010), a permis la création d'un indice boursier *EPRA Eurozone®*. La présidence de cette organisation européenne est aujourd'hui assurée par le président d'Unibail-Rodamco.

Le dispositif SIIC a évolué au cours du temps en raison de la réglementation. À partir de 2005, les entreprises sont incitées à externaliser leur immobilier de bureaux et des murs de commerce, détenu en France aux deux tiers par les entreprises, vers les SIIC, la plus-value de cession de l'actif immobilier

étant taxée à un taux réduit de 19%. En contrepartie, les SIIC doivent conserver ces actifs au moins 5 ans au risque de se voir taxer lourdement par l'État. Ce dispositif a accru les cessions de bureaux et de murs de la part des entreprises pour représenter 1,3 G€ en 2005, 1,9 G€ en 2006 et plus de 3 G€ en 2007. Au cours de la période 2004-2007, 2% du patrimoine des sociétés financières et 10% du patrimoine des sociétés industrielles ont été transférés aux SIIC (Aveline-Dubach, 2008, p. 86). Ce volet relatif à l'externalisation symbolise bien l'esprit général d'un dispositif mis en œuvre pour accélérer le processus de financiarisation du marché immobilier français. Cependant, étant considéré comme une niche fiscale, l'État a décidé de mettre fin à ce volet à partir du 31 décembre 2011 (FSIF, 2011).

### Un vecteur de financiarisation et d'internationalisation

L'une des particularités de ce dispositif fiscal est qu'il n'intervient pas seulement dans un contexte de financiarisation de l'immobilier, il en est aussi l'un des vecteurs. La financiarisation peut se définir comme la diffusion et l'application à l'immobilier d'un ensemble de méthodes et d'outils issus de la finance d'entreprise et des marchés, en partie sous l'effet de l'arrivée de grands investisseurs institutionnels et de fonds d'investissement français et étrangers (Nappi-Choulet, 2009, p. 36). La financiarisation de l'immobilier se caractérise aussi par la convergence entre les biens immobiliers et les autres catégories d'actifs financiers (Aveline-Dubach,

2008, p. 44).

Dans ce contexte, le régime SIIC représente une véritable aubaine pour sortir les foncières françaises d'une vision seulement patrimoniale et pour les installer dans un modèle économique basé sur un financement par la dette procurant, par un « effet de levier », une rentabilité de l'investissement plus importante. Par ailleurs, en cas de hausse des prix de l'immobilier, l'endettement pourra d'une manière très rapide créer de la richesse supplémentaire. Un tel modèle écarte *de facto* le recours à l'autofinancement. Il fait appel au crédit bancaire classique mais aussi à la technique financière de la titrisation développée aux États-Unis dans les années 1990 et en Europe au début des années 2000 (Nappi-Choulet, 2009, p. 47). Cette technique permet de transformer des créances immobilières ou prêts immobiliers en titres négociables sur les marchés financiers. La SIIC peut de cette façon alléger son ratio d'endettement et contracter de nouveaux prêts pour assurer sa croissance (Brender, Pisani, 2009).

Les SIIC ont connu un rapide succès depuis leur création car elles ont bénéficié de deux phénomènes : un essor de la capitalisation boursière et une internationalisation croissante. Leur nombre a doublé en six ans pour atteindre aujourd'hui 56 SIIC. Les 7 plus grandes sont parmi les 25 plus importantes capitalisations des *REITs* européens. Leur internationalisation a eu des effets très favorables pour l'ensemble des acteurs de la filière immobilière française. Leur capitalisation boursière a plus que quadruplé (42,2 G€ au

31/12/2009) pour représenter plus de 3% de la capitalisation de la bourse de Paris. Cette expansion du dispositif SIIC a été stoppée, en 2008, par la crise des *subprimes*, prenant de court tous les acteurs privés et publics et les nombreux intermédiaires du marché, qui, en pleine myopie, avaient intérêt à voir perdurer une hausse des prix de l'immobilier. La capitalisation boursière des SIIC a baissé, son niveau demeure encore, fin 2010, en dessous d'environ 20% de ce qu'il était fin 2007. Cependant, les SIIC conservent la faveur des épargnants du fait de leur bon comportement enregistré depuis leur création, au regard de la morosité qui règne sur le marché boursier (Thiam, 2008, p. 215).

Dans cette ambiance économique lourde, les externalisations d'actifs en provenance des entreprises suivent le même mouvement, elles ne sont plus que de 548 M€ en 2009 contre 788 M€ en 2008, car le crédit s'est raréfié (FSIF, 2011). Le modèle économique des SIIC est ébranlé par les facteurs procycliques comme l'évaluation des immeubles à la valeur du marché (juste valeur, *fair value*) établie par les normes comptables internationales. Si la valeur des actifs baisse, le taux d'endettement – indicateur déterminant dans l'évaluation par les agences de notation et dans la négociation des conditions de prêt – se détériore. De même, les fréquents « *covenant* (clauses) bancaires » incluses dans les contrats de prêt autorisent les banques à exiger le remboursement immédiat de la créance si le taux d'endettement dépasse un seuil calculé sur la valeur des actifs. Dans l'éventualité d'une telle demande des

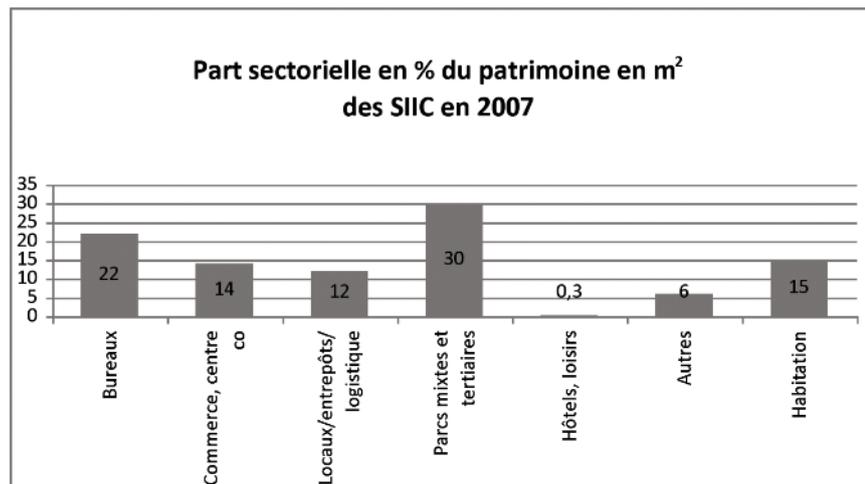
banques, et à défaut de pouvoir lever dans de bonnes conditions des capitaux, la SIIC sera forcée de vendre des actifs.

L'internationalisation se manifeste, quant à elle, par deux mouvements : l'entrée d'investisseurs étrangers dans le capital et une ouverture vers les marchés européens. Parmi les 56 SIIC de la place de Paris, 47 sont françaises et 9 d'origine européenne : Royaume-Uni (2), Belgique (3), Pays-Bas (4). Par ailleurs, des investisseurs étrangers interviennent de plus en plus dans des SIIC françaises : des foncières espagnoles sont actionnaires majoritaires d'un tiers des foncières cotées (par exemple, Gecina, SFL, etc.).

#### **Des investisseurs sélectifs et de long terme**

Au sein du petit univers très disparate des *French REITs* ou SIIC, se côtoient une dizaine de « développeurs-proprétaires » et une majorité de propriétaires de petits portefeuilles de bureaux, à la limite de « coquilles vides ». Créées pour des raisons fiscales, ces acteurs externalisent à un tiers ou à une autre société du même groupe la gestion des quelques immeubles qu'ils détiennent.

Ce sont les premiers, les développeurs immobiliers, qui nous intéressent. Ces firmes urbaines, par leurs engagements de long terme, contrastent avec les promoteurs immobiliers, très étudiés par la recherche urbaine depuis l'ouvrage fondateur de Christian Topalov (1974), et avec les grands investisseurs financiers apparus à la fin du XXe siècle au côté des banques et assurances. Ces développeurs immobiliers se singu-



Source: IEIF/FSIF 2008

larisent par le fait, qu'en plus de leur activité principale de propriétaires et de gestionnaires d'immeubles locatifs, ils exercent une activité de production de la ville.

La recherche de rendements élevés et pérennes guide ces foncières cotées à (hyper)sélectionner la localisation de leurs actifs et la typologie de leurs marchés/produits (Halbert, 2010). Leur patrimoine demeure encore relativement modeste bien qu'ayant plus que doublé sur la période 2003-2010. En 2009, on l'estime, en volume, à environ 37 millions de m<sup>2</sup> se répartissant pour environ la moitié à Paris-Région parisienne, un quart en province et un quart à l'étranger (IEIF, 2009). En valeur, il s'élève à environ 110 G€ (IEIF, 2007) représentant environ un quart de l'immobilier d'investissement estimé à environ 400 G€. À titre de comparaison, les investisseurs institutionnels, essentiellement des assureurs et des caisses de retraite, détiennent la moitié des actifs immobiliers d'investissement (Amoyel *et alii*, 2007, p. 35). Depuis 10 ans, afin

d'améliorer leur rentabilité et leur cours de bourse, les foncières cotées ont progressivement abandonné le logement au profit de l'immobilier d'entreprise qui compose 90% de leur patrimoine. Par ailleurs, le segment de la santé-retraite à but commercial, stigmatisé d'une forte inégalité sociospatiale, est en plein essor.

#### Une logique duale d'entrepreneur-financier

Les grandes SIIC ont fait le choix d'endosser un profil de développeur immobilier en internalisant les fonctions d'aménageurs et de promoteurs pour réduire leurs coûts de transactions avec les intermédiaires. Cette intégration horizontale de la chaîne de production de l'immeuble leur permet de mieux négocier les mouvements cycliques du marché immobilier en jouant un rôle « d'amortisseur contre-cycliques » (Lorrain, 2002, p. 20). En raison aussi de la concurrence très vive au sein de l'industrie immobilière, le profil de développeur leur confère une autonomie dans la maî-

trise de l'élaboration du produit immobilier. Il favorise aussi la recherche d'une maîtrise des risques de l'opération, notamment dans la mise en œuvre complexe du montage juridique, fiscal et financier.

Ces entreprises acquièrent du foncier, le structurent (viabilisation, démolition, etc.) et réalisent la maîtrise d'ouvrage de l'opération immobilière en assumant directement ses risques inhérents jusqu'à sa gestion locative. Elles n'endossent pas uniquement une posture de capitaliste financier privilégiant la valeur à court terme mais se distinguent par des comportements d'entrepreneur, qui les rapprochent, par certains aspects, d'un capitalisme industriel. Les développeurs immobiliers négocient cette dualité d'entrepreneur-financier par une stratégie immobilière visant un taux de rentabilité financière acceptable pour les actionnaires. À cette fin, la SIIC cède au fil du temps des immeubles dits « matures » pour assurer le rendement promis aux actionnaires et conserve à un horizon plus lointain ceux qui sont vecteurs d'un taux de vacance plus bas et de loyers à la fois plus élevés, stables et connus d'avance. Il est important de noter que l'immobilier constitue l'élément clé de la chaîne de valeur et le deuxième poste budgétaire après les salaires de l'entreprise. De ce fait, le « rapport de force » entre investisseurs et entreprises locataires se modifie lorsque le taux de vacance dépasse 6-7% (Amoyel *et alii*, 2007, p. 29).

Par la réalisation d'immeubles « high tech » signés par des architectes de renom dans les quartiers d'affaires, elles cherchent à s'associer à l'image d'une

certaine singularité architecturale et urbaine et tiennent la dragée haute aux immeubles de bureaux que les entreprises internationales peuvent trouver à Londres, Francfort, etc. Leur logique industrielle les conduit à considérer l'immeuble physique en tant que valeur patrimoniale, se gérant à un horizon de long terme, selon des aspects techniques et commerciaux. Cette dynamique introduit de la nouveauté dans l'espace urbain et sous-entend la possession d'un ensemble de compétences pluridisciplinaires ainsi qu'une faculté à les combiner avec efficacité. Les SIIC développeurs interviennent, de façon très localisée, à toutes les étapes de la chaîne de valeur de la fabrication et de l'exploitation de la ville (hors infrastructures), en relation avec les entreprises-utilisateurs et les collectivités territoriales.

Cela explique, comme l'indique Julie Pollard (2007), la raison pour laquelle elles affichent, pour des raisons d'image de marque, des discours sur la mixité sociale, sur le respect de l'environnement, sur leur rôle d'« accompagnateur » à long terme de l'aménagement urbain. Dans un contexte de restriction budgétaire, l'intervention à long terme des développeurs peut s'effectuer aussi par le biais de relations de PPP. Icade, filiale de la Caisse des Dépôts et Consignations, est le principal opérateur dans ce type de coopération, elle intervient dans le domaine des hôpitaux, des hébergements dédiés, des équipements de culture, sports ou loisirs.

La dynamique financière de l'immeuble orchestrée par l'*asset management* (1) concilie ce dualisme entre finance et entrepreneuriat industriel et

exprime, dans le fil de la pensée d'André Orléan (1999), le pouvoir du financier sur l'économie immobilière. Considéré aujourd'hui comme un bien immatériel « promesse » de rendements, l'immeuble de placement est arbitré, *in fine* non pas sous l'angle d'une qualité architecturale ou d'un usage mais dans l'objectif d'une rentabilité financière optimisée. La supervision de l'actif est sous le contrôle de l'*asset manager* épaulé par le *property manager* (gestion immobilière) qui sécurise et optimise les revenus de l'immeuble.

Les portraits qui suivent permettent d'illustrer les stratégies et caractéristiques différentes de deux SIIC, mais aussi les différences de marchés selon qu'elles interviennent majoritairement en régions ou dans la métropole parisienne.

## Foncière Des Régions (FDR)

### Foncière Des Régions (FDR)

Paris

Quatrième SIIC (2003) en France, créée en 1999

Huitième REIT européen

Leader européen de l'immobilier de bureau

Revenus des loyers 2008 (chiffre d'affaires) : 546 M€.

Capitalisation boursière : 3 G€ en 2007 et 4,1 G€ en 2010.

Plus de 800 salariés en France, Allemagne et Italie

Répartition (2008) du patrimoine de 10,4 G€ par type d'actifs : 68% en bureaux (dont 32% en Italie), 13% en résidentiel (48 000 logements dont 70% en Allemagne), 10% en murs d'exploitation et 8% en logistique.

Répartition géographique du patrimoine de bureaux en valeur : 74% à Paris et en région parisienne dont 16% en deuxième couronne, et 26% en régions.

Principales filiales/SIIC : Foncière des murs (2004) spécialisée dans l'hôtellerie, la santé et les loisirs ; Foncière Europe logistique (2007) ; Foncière Développement Logements (2006).

<http://www.foncieredesregions.fr>

À bien des égards, Foncière des Régions illustre le premier type de ces sociétés cotées. Son histoire, en effet, débute en Lorraine dans le logement social. Différentes étapes marquent à la fois sa croissance et les orientations de

sa diversification immobilière et géographique. Elle apparaît aujourd'hui comme une foncière diversifiée détenant plus de 5% du patrimoine en m<sup>2</sup> des SIIC. Avec un patrimoine en bureaux d'environ 6,3 G€, elle occupe

notamment la première place européenne sur ce segment de l'immobilier tertiaire. Elle intervient aussi dans d'autres secteurs d'activités comme les murs d'exploitation (santé, hôtels, etc.), la logistique ou le résidentiel. C'est aussi

une entreprise qui montre qu'il est possible de réussir à partir des régions. En 2008, l'entreprise intègre l'indice boursier SBF 120 (2) sur la place de Paris. Revenons sur les principales étapes de cette croissance.

### **Une diversification vers l'immobilier d'entreprises publiques**

L'origine de FDR se signale lors de la cession, à la fin des années 1980, des milliers de logements sociaux lorrains d'Usinor à une foncière cotée, Batibail (1987), créée pour l'occasion et dont le holding Batipart a été créé en 1988 par Charles Ruggieri. Longtemps cadre dans la sidérurgie, au service de l'immobilier puis directeur de l'Immobilière Thionvilloise et Mosellane d'HLM, Charles Ruggieri en devient l'actionnaire majoritaire. À noter que Batipart deviendra, par le biais de sa filiale Korian, le chef de file européen sur le marché des résidences médicalisées. Charles Ruggieri est donc l'artisan de l'aventure immobilière qui fera de FDR, 20 ans plus tard, un des premiers REITs européens. En 1995, Batibail prend le contrôle de la société cotée, Garages souterrains de Metz. En partenariat avec la Caisse de dépôt et de placement du Québec, elle remplace progressivement son patrimoine de logements par des bureaux, et profite, entre 1995 et 1997, du bas de cycle immobilier pour investir. En 1999, elle fusionne avec Gécina, actuelle deuxième SIIC française et troisième REIT européen, spécialisée dans le résidentiel, les bureaux, la logistique et la santé. Sa filiale, Garage souterrains de Metz, ne fait pas partie de ce mariage

et, sous l'égide de Charles Ruggieri, elle est rebaptisée **Foncière Des Régions**, en restant détenue par Batibail. À partir de 2000, FDR développe son petit patrimoine de logements et de parkings, et tisse une toile de dimension nationale, en tirant parti d'un contexte où les grandes entreprises publiques souhaitaient se désengager de leur immobilier. Il s'agissait pour elles de réallouer des ressources à leur cœur de métier d'industriel (*core business*), tout en bénéficiant des compétences sur le long terme d'un spécialiste de l'immobilier. À court de fonds propres, FDR réalise ses investissements en partenariat avec la banque d'affaires Morgan Stanley (3), sous forme de *sale and lease back* (vente en crédit-bail). Ils créeront une société dédiée, BGA (Bati Gestion d'Actifs), en charge de réaliser ces opérations conjointes de *sale and lease back*. Le principe est le suivant : l'entreprise vend son immeuble à FDR mais en reste locataire pour une longue durée. Ce principe intéresse les grandes entreprises publiques : ainsi FDR bénéficiera des acquisitions en 2000 des 56 Sièges Régionaux d'EDF et en 2001-2002 de 500 immeubles France télécom, la plus importante opération d'externalisation immobilière en France. Le portefeuille comprenant les actifs immobiliers EDF et de France télécom (850 M€ d'actifs générant 88 M€ de loyers) est titrisé et codétenu par MSREF (4), fonds d'investissement géré par Morgan Stanley à hauteur de 80% et par FDR à hauteur de 20%. En 2002, FDR a réussi l'acquisition de la Sovaklé (3600 logements), filiale du Commissariat à l'Énergie Atomique.

En 2006, FDR opère une fusion-absorption avec sa filiale Bail investissement dans le but de rationaliser ses moyens de gestion et d'élargir son actionnariat. L'opération donne naissance à une foncière européenne dont la capitalisation boursière atteint 3 G€ et le « flottant » est supérieur à 1 G€. FDR se développe à l'étranger, notamment dans la région sidérurgique de la Ruhr, et en Italie avec la prise de participation, en 2007, suite à une opération financière d'échange de titres, de la première foncière italienne, Beni Stabili (5). En 2010, une part significative de la participation de Batipart est cédée pour se conformer au seuil de détention de 60% du capital de la part d'un actionnaire unique ; l'actionnariat de FDR se répartit alors comme suit : 40,4% (Public) ; 29,6% (Delfin) (6) ; 7,8% (Covéa) (6) ; 7,5% (Groupe Crédit Mutuel) ; 7,5% (Predica) et 7,2% (Batipart).

### **De l'immobilier de services à l'implication dans l'aménagement urbain**

FDR s'est également diversifiée dans des activités de service assises sur de l'immobilier. Suite au rachat par FDR en 2002 du holding Ferrand et Renaud, la SIIC Foncière des Murs est créée en 2004. Foncière des Murs détient un patrimoine de cliniques de santé et de résidences médicalisées (13%) exploitées par Korian (7) et Générale de santé et a acquis des hôtels d'Accor pour 1 G€. FDR prend le contrôle en 2007 de Citel, « coquille vide », qui devient la SIIC Foncière Europe logistique (FEL). Cette filiale de FDR est propriétaire, au terme d'un accord

avec la SNCF, de 18 ha à Pantin et a acquis en 2007 le parc d'activités Garonor (350 000 m<sup>2</sup> de locaux sur 75 ha) avec l'ambition aujourd'hui qu'il devienne un « Espace Logistique Urbain Eco-Responsable ». FEL couvre avec 16,5% de ses actifs tout le territoire économique allemand. Foncière Développement Logements (FDL) est une troisième SIIC filiale de FDR présente majoritairement dans deux villes d'Allemagne, Duisburg et Essen, et qui vient d'acquérir 80 000 m<sup>2</sup> à Berlin. En France, FDL a acquis en 2009, avec trois autres investisseurs institutionnels, pour un montant de 112,3 M€, 366 logements de grande qualité situés à Paris, en Région parisienne et à Lyon. En 2007, FDL avait procédé à l'acquisition auprès de ses actionnaires Generali, GMF et FDR, de trois portefeuilles de plus de 1000 logements. Son patrimoine résidentiel de qualité procure un revenu mensuel moyen de 11,8 € par m<sup>2</sup> avec un taux de vacance de 2,5%. Il est utile de noter que ces indicateurs de rentabilité diffèrent de ceux des bureaux (8) et que l'entreprise s'inquiète dans son rapport annuel (2009) du risque lié à l'évolution de la réglementation des baux d'habitation et de ses conséquences sur sa situation financière.

La plaquette institutionnelle (2011), diffusée aux partenaires, mentionne que les équipes de FDR travaillent avec les acteurs publics, dans le cadre d'aménagements urbains exclusivement tertiaires mêlant bureaux, commerces, hôtels et cinéma, à une « nouvelle urbanité » : Euromed center; le nouveau cœur de ville de Metz, ZAC Amphithéâtre; ou le quartier d'affaires, Cœur

d'Orly. Ainsi, la diversification fonctionnelle de FDR s'accompagne d'une diversification géographique. L'entrée en région parisienne s'opère par le biais de créneaux spécifiques.

Dès 2004, FDR a préparé cette diversification en déclinant une structure type, SIIC mère – SIIC filiales, par classe d'actifs, aboutissement d'un *business model* où l'entreprise s'affiche en tant que *leader* des externalisations et des partenariats à long terme. L'organisation de FDR en filiales spécialisées explique que son patrimoine immobilier global dépasse 16 milliards d'euros alors qu'il est de 10 milliards d'euros en part du groupe. Quels que soient les secteurs d'activités, c'est ce savoir-faire commun qui guide aussi bien l'élargissement de son périmètre fonctionnel vers l'aménagement urbain et sa diversification géographique. Sa stratégie d'entreprise est de se focaliser sur l'activité bureaux tout en développant, aux côtés de grandes entreprises et d'acteurs publics, des opérations d'aménagement et de restructuration, mixtes ou strictement tertiaires. Quelques chiffres clés démontrent l'efficacité à long terme de FDR sur le marché des bureaux : un patrimoine de 8,2 G€, des baux d'une durée de plus de 6 ans et un taux d'occupation de 98%.

FDR s'appuie sur un *asset management* qui prône l'allongement des baux, l'acquisition d'actifs verts ou « labellisés » et la cession chaque année d'environ 5 à 10% du patrimoine total. Son succès ne résulte pas seulement de la réussite de montages financiers mais aussi de propositions commerciales et financières innovantes, suscep-

tibles d'intéresser les entreprises partenaires. Pour s'en convaincre, il suffit de rappeler que le marché des hôtels d'Accor a été remporté par FDR devant Unibail (et d'autres concurrents de renom), grâce à son idée originale en 2005 du « loyer variable » calculé sans minimum garanti sur la base du chiffre d'affaires d'Accor (15% en moyenne).

### L'environnement et la finance

Sur les marchés investis par FDR, l'attention portée à l'environnement devient également une ressource stratégique. L'acquisition en 2007 de la Tour Gan (64 000 m<sup>2</sup>) pour un montant de 486 M€, dans le quartier de la Défense, en vue de sa rénovation et de sa restructuration, fournit à FDR l'occasion de se bâtir une image de marque dans ce domaine. Livrée en 2010 et aux deux tiers louée pour 10 ans à Suez Environnement, cette tour verdie sous la direction de l'architecte Jean Mas est la première à bénéficier, en France, de la certification d'origine britannique BREEAM (*Building Research Establishment Environmental Assessment*). La consommation d'énergie sera réduite de 30%, soit 130 KWA par m<sup>2</sup> et par an. FDR profite de ces opérations pour enrichir son expertise en mesurant l'empreinte carbone sur l'ensemble de la vie de l'immeuble. Mais, les innovations techniques ou commerciales ne sont pas conçues indépendamment de perspectives financières. La qualité environnementale de l'ex-tour GAN renommée CB21, ainsi que la signature d'un locataire de premier ordre, ont été un argument décisif pour le « pool » bancaire d'octroyer un crédit à long terme de

270 M€ à un coût inférieur à 3,5%. L'exemple parmi d'autres du verdissement de la tour annonce aussi un moyen de mieux négocier les conditions de financement avec les banques et illustre la conciliation entre finance et impératif environnemental.

En 2008, FDR et *Morgan Stanley real estate funds* ont livré à Dassault systèmes « Vélizy campus », une grande opération privée labellisée HQE® (Haute Qualité Environnementale) de 60 000 m<sup>2</sup>. La dernière acquisition fin 2010 du futur siège social d'Eiffage construction par FDR montre une détermination renouvelée à investir l'immobilier de bureau « vert ». Cet immeuble de 11 000 m<sup>2</sup> certifié HQE® et BBC® (Bâtiment Basse Consommation), conçu par l'architecte Jean-Paul Viguier, se distingue par un profil environnemental. De plus, FDR a signé un bail vert « équilibrés preneurs/bailleurs » avec son locataire Eiffage car FDR agit, avec ses grands locataires, au sein de Comités de Partenariat sur l'empreinte environnementale. Cette démarche permet de

définir des objectifs environnementaux et de s'assurer de l'engagement des locataires pour l'application de bonnes pratiques par leurs salariés. La foncière revendique d'être à l'écoute des besoins du client et d'améliorer son « bien-être ». Cette démarche vise tant à satisfaire l'utilisateur qu'à sécuriser le taux d'occupation et les revenus locatifs de FDR. Toujours dans cette logique de réponse à l'impératif environnemental, FDR a mené avec le Centre Technique et Scientifique du Bâtiment (CSTB) une cartographie environnementale permettant de disposer d'un état des risques environnementaux pour toutes ses activités et immeubles.

Les grandes opérations d'externalisation des groupes industriels ou de services permettent à FDR de se forger une identité et portent sa stratégie de croissance. Selon la marque de fabrique imprimée par son fondateur Charles Ruggieri, l'actuel président du directoire (Christophe Kullmann) poursuit le même mode de développement : rechercher les opérations immobilières d'envergure,

peu d'*equity* et le partage du risque avec le(s) partenaire(s) investisseur(s). Cependant, la crise des « subprimes » stoppe la dynamique de croissance de la foncière. L'entreprise arrête tout nouvel investissement et décide d'augmenter les cessions d'actifs. En 2008, FDR cède 1,3 G€ d'actifs et l'endettement du groupe devient la préoccupation majeure de son président. Sur la période du 1/1/2007 au 31/12/2009, le cours de l'action de FDR plongeait de 48,22%. En 2009, avec l'assentiment de 87% des actionnaires, les fonds propres du groupe sont recapitalisés à hauteur de 187 M€ par le paiement des dividendes en actions. La dette brute de FDR fin 2009 s'élève à 5,5 G€ et pèse sur 55,6% de l'actif immobilier (9) ; à l'exclusion des dettes titrisées, les dettes de FDR sont assorties de *covenants* bancaires. À titre préventif, FDR renégocie, en 2010, avec les banques, une *loan to value* de 70%. Quelle que soit la force de ce modèle, il n'en demeure pas moins qu'il n'est pas à l'abri des retournements de conjoncture.

## Unibail-Rodamco

### Unibail-Rodamco

Paris

Première SIIC (2003) en France, créée en 1968

Premier REIT européen

Leader européen dans les grands centres commerciaux et les parcs et expositions

Revenus des loyers 2008 (chiffre d'affaires) : 1,215 G€ en 2008.

Capitalisation boursière : 13,7 G€ en 2007 et 13,3 G€ en 2010.

Plus de 1600 salariés en Europe dont 1000 en France

Répartition (2008) du patrimoine de 24,6 G€ : 74% dans les grands centres commerciaux (dont 27% hors France), 18% dans les bureaux « prime » et 7% dans les centres de congrès/expositions (Région parisienne).

Répartition géographique du patrimoine de bureaux : Paris QCA et la Défense principalement.

Principales filiales : Espace expansion (réalisation et gestion de centres commerciaux), Viparis (sociétés d'exploitation des congrès et d'exposition), Comexposium (organisateur de salons, etc.), Unibail Marketing et Multimédia (U2M)

<http://www.unibail-rodamco.com>

Si elle partage de nombreux points communs avec FDR, notamment sur le caractère « haut de gamme » des immeubles, sur le profil de grandes entreprises des utilisateurs, ou sur le fait d'investir durant la crise immobilière du milieu des années 1990, **Unibail-Rodamco** ne s'en différencie pas moins sous de nombreux aspects : sa taille tout d'abord. Unibail-Rodamco concentre 25% de la capitalisation boursière des SIIC et 10% du patrimoine en m<sup>2</sup>. Sa position financière est aussi un signe d'une certaine suprématie. C'est l'unique foncière cotée actuellement à l'indice du CAC 40 ; on peut rappeler à ce propos que l'une des motivations de la FSIF pour créer les SIIC était de voir au moins une foncière française intégrer le « club emblématique » des très grandes entreprises cotées au CAC 40. Cette entrée effectuée en 2008 permet à l'action Unibail-Rodamco de figurer, plus souvent, dans les portefeuilles des investisseurs. Elle est aussi la seule SIIC française à faire partie de l'indice européen Euro Stoxx 50 (10). Par ailleurs, en plus d'une capitalisation boursière quatre fois supérieure à FDR, l'entreprise maintient, semble-t-il, des relations internationales plus puissantes avec les banques et l'immobilier d'affaires qu'elle a pu renforcer à l'occasion de sa fusion en 2007 avec le *REIT* néerlandais Rodamco. Cette fusion a donné naissance au premier *REIT* européen et à la troisième foncière mondiale de l'immobilier commercial. Unibail-Rodamco se place aussi en position de chef de file incontestable dans le milieu de l'immobilier d'investissement européen par ses actions au

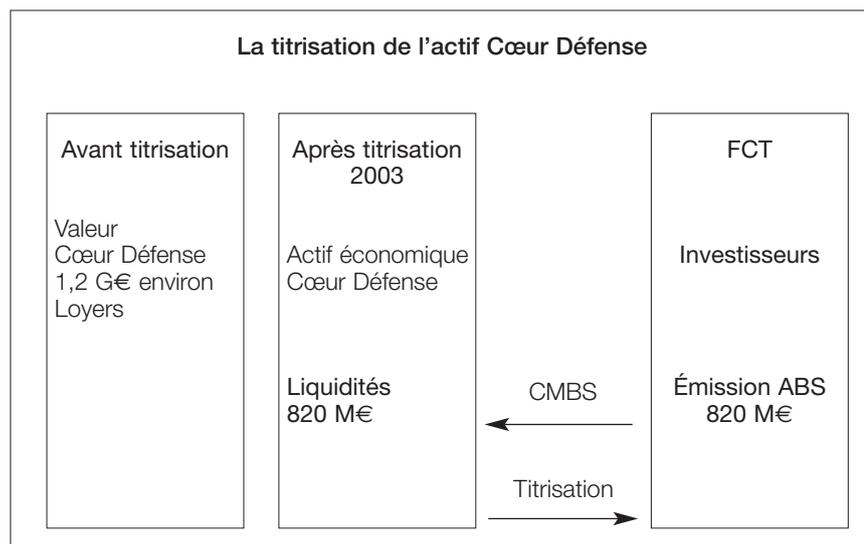
sein de différentes associations professionnelles. Enfin, l'entreprise s'est spécialisée dans les grands centres commerciaux des grandes villes européennes mais opère aussi sur les créneaux des immeubles de bureaux de plus de 10000 m<sup>2</sup> au cœur et à l'Ouest de Paris et des centres de congrès-expositions de la région parisienne.

Créée en 1968 par la banque Worms sous la forme d'une SICOMI, Unibail est cotée à la bourse de Paris depuis 1972. En plein marasme immobilier, elle a été la première société à prendre la décision stratégique de se retirer dès 1991 du crédit-bail immobilier et des crédits aux promoteurs pour devenir une foncière spécialisée dans les bureaux et les grands centres commerciaux. La part de l'activité crédit-bail décline à grands pas : la contribution nette au chiffre d'affaires du crédit-bail a reculé de 4,8 G€ à 3,4 G€ entre 2000 et 2001, l'encours de crédit-bail chutant de 206 M€ en 1999 à 157 M€ en 2000 et 110 M€ en 2002. En 1992, Léon Bressler, ancien banquier et président du couturier Lanvin, prend les rênes de cette foncière dont d'importantes opérations de promotion subissent de plein fouet l'éclatement de la bulle immobilière. Alors que tous les investisseurs institutionnels (dont les actionnaires d'Unibail) fuient la pierre, Léon Bressler, visionnaire, décide d'investir à contre-cycle dans un secteur secoué par des affaires de financements politiques. Tout en poursuivant un programme de cession d'actifs secondaires (principalement dans le logement), et fort de l'appui de nouveaux actionnaires étrangers, il met la main, à des prix très attractifs,

après des institutionnels ou de sociétés dites de « defeasance » (11), sur les centres commerciaux du Forum des halles, des Quatre temps, de Vélizy et de Rosny ainsi que sur un terrain qui deviendra sa plus belle réussite : Cœur Défense. Il acquiert notamment le patrimoine de Vivendi en 1999 (0,6 G€), dont le site prestigieux du Carrousel du Louvre. En 2000, un pôle congrès-expositions a été constitué après la prise de contrôle de Paris expo. Il a été rapproché des activités congrès-expositions de la Chambre de Commerce et de l'Industrie de Paris en 2008, pour créer un *leader* européen : Viparis. En 2001, Unibail participe aussi à une opération d'externalisation lancée par EDF, en achetant 183 M€ son siège social (80000 m<sup>2</sup>), qu'elle va restructurer. En 2003, Unibail est sélectionnée pour réaliser le projet de 60000 m<sup>2</sup> de commerces et de loisirs de Lyon-Confluence dont l'architecte est Jean-Paul Viguier. Dans une logique de placement financier, Unibail-Rodamco a acquis en mars 2011 une participation de 7,25% dans le capital de la séculaire SIIC, Société Foncière Lyonnaise (SFL) dont 72% du patrimoine de bureaux est concentré à Paris.

#### **Cœur Défense : de la réalisation à la titrisation**

Dans une logique stratégique de « think big », deux événements feront changer définitivement de taille Unibail : la vente de Cœur Défense et le rapprochement avec Rodamco. Cœur Défense est un ensemble de 180000 m<sup>2</sup> de bureaux constitué de deux tours de 40 étages et de trois immeubles de 8



étages où travaillent plus de 10 000 personnes. Cet ensemble immobilier constitue une étape décisive dans la croissance d'Unibail. Elle résume le savoir-faire financier de l'entreprise, c'est-à-dire acheter à la Défense très bon marché (12) et sans conditions de financement un terrain à construire situé à l'emplacement de l'ancienne tour Esso, et céder un ensemble immobilier d'exception avant la crise financière. Ce qui est aujourd'hui le plus grand ensemble de bureaux d'Europe par sa surface utilisable fut l'objet de la vente la plus importante de l'histoire de l'immobilier tertiaire. Il demeure un exemple saillant de la priorité stratégique accordée à l'*asset management*. Ce type de grand projet immobilier est un exemple de la financiarisation de l'immobilier apparue en France dans les années 1990. Unibail se constitue en véritable société industrielle capable tout d'abord de développer des programmes immobiliers d'envergure puis de prendre des risques sur des opérations dites « en blanc ». Rappelons

qu'Unibail abandonna son statut de société financière en novembre 2002. Dès lors, la société foncière prend la place du promoteur et assume directement le risque locatif. À noter que le risque engagé par Unibail demeure calculé selon des principes propices à l'entrepreneuriat, c'est-à-dire investir sur un segment de marché/produits créateur de valeur où le rapport de force sera plutôt favorable aux propriétaires d'immeubles. De plus, en 1997, le marché immobilier de la Défense connaît un redémarrage qui s'accroîtra de manière spectaculaire les années suivantes.

Sans aller trop loin dans le détail, nous allons préciser les conditions financières de ce programme Cœur Défense lancé « en blanc » en 1998. Unibail en direct (38%), sous le couvert de la société Tanagra, est maître d'ouvrage commanditaire aux côtés de trois autres associés, Bouygues Immobilier (10%), le groupe allemand d'assurance Gothaer (12%) et le fonds d'investissement américain *CrossRoads Property*

*Investors* (13) dirigé aussi par Unibail (40%). Le maître d'ouvrage délégué est Bouygues Immobilier et l'architecte maître d'œuvre, Jean-Paul Viguier (*Les Échos*, 8 octobre 1998). Le groupe Bouygues, par l'intermédiaire de sa filiale Bouygues Bâtiment, intervient aussi en tant qu'entreprise générale. Sur ce chantier d'une durée de 32 mois et d'un coût de revient de 665 M€, le « Goliath » de la construction perd 30 M€. Pour contourner un « claim » de Bouygues pour surplus de travaux, Unibail imagine une parade : intéresser le constructeur à la commercialisation de la tour qui sera louée en fin d'achèvement à 95% à de grands utilisateurs sur la base de baux allant de 6 à 9 ans (*BusinessImmo*, juillet-août 2010). Une première tentative de vente de Cœur Défense pour un montant de 1,2 G€ a échoué en 2002-2003, faute d'investisseurs à la hauteur du montant exceptionnel demandé (Nappi-Choulet, 2009, p. 106). C'est alors qu'Unibail conçoit, en 2003, la première opération immobilière de titrisation en France. Unibail lance le refinancement de Cœur Défense par une opération de titrisation de crédits hypothécaires commerciaux (Commercial Mortgage Backed Securities – CMBS) d'un montant de 820 M€ sur une durée de 6,3 années auprès d'un pool bancaire piloté par Morgan Stanley (Unibail, 24 novembre 2003). Ce montage financier permet de transformer un prêt immobilier en titres financiers négociables recédés à des investisseurs (Nappi-Choulet, 2009, p. 46) par l'intermédiaire d'un véhicule *ad hoc* ou « Special purpose vehicle » (Brender, Pisani, 2009) ou Fonds Commun de

Titrisation (FCT). L'opération de titrisation de Cœur Défense a été largement « sur-souscrite » par des investisseurs européens sous forme de titres de créance négociables (*Asset Backed Securities*-ABS) garantis par les revenus futurs de Cœur Défense.

En juillet 2004, Unibail vend 51% du capital de la Société Civile Immobilière (SCI) Karanis, dédiée à la gestion de Cœur Défense, aux fonds Whitehall (fonds d'investissement géré par Goldman Sachs à partir de Jersey) et Goldman Sachs à partir d'une valeur estimée de Cœur Défense de 1,345 G€. Dans le même temps, Unibail cède à *Goldman Sachs International Bank* et *Hypo Real Estate Bank International* un prêt subordonné (créance de dernier rang) de 505 M€. Cette opération financière complexe et d'échange de fonds propres a permis à Unibail, à concurrence de ses acquêts, une réduction de patrimoine et de dette de 1,250 G€ et un encaissement effectif de 444 M€. À l'issue de la transaction, l'engagement d'Unibail ne sera plus que de 81 M€ (Unibail, 8 juillet 2004). En juillet 2007, Cœur Défense sera acheté à Unibail et *Whitehall-Goldman Sachs* 2,1 G€ par deux fonds de *Lehman Brothers*, et à un fonds de GE real estate, avec près de 500 M€ de fonds propres et 1,6 G€ d'un crédit titrisé en douze tranches au sein du fonds commun de titrisation Windermere XII, géré par la société EuroTitrisation (L'Agefi, 1<sup>er</sup> octobre 2009). En accord avec sa politique de création de valeur, Unibail est à présent en possession d'un « trésor de guerre » destiné à rémunérer les actionnaires et à servir son expansion.

### Une fusion réussie

Après six mois de négociations, la troisième tentative de rapprochement, qui fait suite à celles de 2000 et 2005, a été la bonne: Unibail a fusionné, en 2007, avec son concurrent, la foncière néerlandaise Rodamco Europe avec qui elle détenait déjà une filiale commune, Sovalec. Rodamco Europe est le fruit de la scission en 1999 en quatre structures d'un fonds créé par la banque Robeco; Rodamco Europe a alors une culture exclusivement d'investisseur et est donc très éloigné du produit. À la différence d'Unibail, Rodamco n'est pas un développeur de centres commerciaux. C'est une société active sur les segments des locaux commerciaux et des bureaux notamment à Paris et en Région parisienne. Ce mariage franco-néerlandais a été réalisé, pour un montant de 11,2 G€, sur les fonds propres d'Unibail, par une Offre Publique d'Échange (OPE) établie sur la base de 0,53 action Unibail pour chaque titre Rodamco. À l'issue de l'opération d'OPE, Unibail détiendra la totalité du capital social et des droits de vote de Rodamco, exerçant ainsi un contrôle exclusif. À ce jour, le capital d'Unibail-Rodamco est ouvert au public à hauteur de 100%, nonobstant des participations de 4% à 8% de la part d'institutionnels. Le défi, humain principalement, reste l'intégration des salariés au sein d'une organisation en devenir, d'échanger les meilleures pratiques et d'établir des règles communes entre les centres. Le siège social est à Paris alors que le quartier général des opérations internationales est basé aux Pays-Bas.

Cette fusion entre les deux foncières

apporte dans la corbeille de la française Unibail un million de m<sup>2</sup> en plus, 30% de surfaces supplémentaires livrées dans les cinq prochaines années, et une ouverture sur 12 pays européens dont plus de 70% de l'activité concerne dorénavant les grands centres commerciaux. En endossant le rôle d'aménageur urbain, elle conçoit des centres commerciaux bien situés et toujours plus grands, et attire, grâce à sa plateforme paneuropéenne, toujours plus d'enseignes internationales. Unibail-Rodamco, en 2008, a cédé, juste avant le retournement de conjoncture, pour 1,5 G€ de petits centres commerciaux, notamment en Belgique et en Hollande. Ces ventes lui ont permis d'acquérir des « cathédrales du commerce » comme La Maquinista à Barcelone ou le Shopping City Sud à Vienne. Le marché des centres commerciaux est un lieu où se livrent des batailles entre concurrents (par exemple, les SIIC Klépierre ou Hammerson), dont l'enjeu est l'extension de la zone de chalandise. De ce fait, Unibail-Rodamco doit être capable d'imaginer les centres commerciaux du futur en sachant que le développement d'un centre commercial se place à un horizon de 15 ans. Un peu cynique, son président du directoire avoue lors d'un entretien en 2010 que la montée du nombre des chômeurs et des retraités alimente le rapport de ses centres commerciaux dans lesquels affluent déjà 700 millions de visiteurs par an; 75% d'entre eux attirent plus de 7 millions de visites par an. À titre de comparaison, les centres commerciaux d'Unibail n'attiraient, en 1999, que 18 millions de visiteurs par an. De plus, leur essaimage

créée de nouvelles centralités urbaines.

Animée d'une vocation de conquête internationale, Unibail-Rodamco adopte, en 2009, la forme juridique européenne de SE (*Societas Europaea*) pour faciliter ses investissements au sein de l'Union Européenne, réduire ses coûts administratifs et mieux s'ancrer dans l'espace des 27 États membres.

### **Un recentrage vers les grands centres commerciaux européens**

Unibail-Rodamco met en œuvre une politique d'*asset management* hypersélective, gage d'un potentiel de Taux de Rendement Interne (TRI) élevé. L'entreprise se spécialise sur des actifs rares, en raison de leur fréquentation, de leur taille, de leurs performances technologiques, de leur emplacement ou de leur notoriété. À l'inverse, elle cède les actifs dont le potentiel de croissance est moyen, voire faible. Cette politique d'*asset management* est à mettre en perspective avec l'opinion des spécialistes qui pensent que, sur le long terme, la performance boursière des SIIC évaluée par le taux de rendement total (dividendes et plus-values) versé aux actionnaires s'avère être en corrélation avec celle provenant des revenus du marché de l'immobilier (loyers et cessions d'immeubles). C'est pourquoi le Président du directoire d'Unibail-Rodamco rappelle régulièrement aux actionnaires que le rendement boursier de son groupe n'a jamais été en dessous de 15% sur 5, 10, et 15 ans et de ne pas s'inquiéter quand le cours de l'action a chuté de 188,40 € au 1/1/2007 à 153,70 € au 31/12/2009 (-22,5%).

L'*asset management* des centres

commerciaux s'appuie sur une *organisation géographique* répartie par grands secteurs et un *asset manager* intervient sur chaque gros projet. Dans cette philosophie de création de valeur, la centaine de grands centres commerciaux est la cible d'un marketing offensif. Ces actions marketing répondent aussi à la demande des enseignes (14) en quête des centres commerciaux garantissant les plus forts rendements au mètre carré, et leur efficacité explique un taux de vacance extrêmement bas (1,2% fin 2008).

En plus d'un savoir-faire de développeur, sa filiale Espace expansion tisse depuis près d'un demi-siècle des relations efficaces avec les villes françaises. Bien consciente des enjeux socio-économiques, urbanistiques et sécuritaires que confèrent, auprès des élus locaux et des habitants, l'installation ou l'extension d'un centre commercial, la foncière se place en interlocuteur économique incontournable des grands maires de France et notamment de la mairie de Paris; au fil des ans, elle continue de prospérer tandis que les élus municipaux changent au gré des élections. En plus des centaines d'emplois que procure le développement d'un centre commercial pour la ville, l'immobilier représente une manne financière pour les collectivités territoriales.

Peu endettée, l'entreprise prévoit, dans les 5 prochaines années, d'investir 5,7 G€ dans « les plus belles capitales d'Europe continentale ». L'endettement net d'Unibail-Rodamco s'élevait en 2009 à environ 7,3 G€ (31% de l'actif). Unibail-Rodanco possède autour de 60% de *covenants* bancaires mais

mentionne, en 2009, qu'aucun emprunt n'est soumis à des clauses de remboursement anticipé lié à un niveau de notation financière.

### **Les innovations: vecteur de création de valeur**

Les innovations de tous ordres (technique, design, juridique, marketing, etc.) réalisées avec pragmatisme inscrivent l'entreprise dans une dynamique continue de recherche d'avantages concurrentiels et de création de valeur. La conception architecturale, à fort enjeu économique (15), de Cœur Défense a impliqué un contrôle draconien des coûts et une optimisation du fonctionnement du bâtiment. L'architecte Jean-Paul Viguier privilégie le comportement thermique des façades et l'apport de lumière naturelle et retient un système pressurisé admettant un store intérieur mécanisé entre deux vitrages de verre clair mis au point avec le CSTB. De plus, il devrait contribuer à une économie de charges de l'ordre de 30% (*Les Échos*, 15 avril 1999). Cet exemple de réduction des coûts énergétiques illustre la prise en compte à la fin des années 1990 de la valeur verte dans la conception de l'immeuble.

Sur le segment des centres commerciaux, Carré Sénart ouvert en 2002, au côté de deux autres copropriétaires, Gaumont et Carrefour, a comme dessein de réinventer le concept de centre commercial, une fois encore sous la signature de l'architecte Jean-Paul Viguier. La foncière revendique, sous son slogan de *Welcome Attitude*, d'avoir été la première à inventer dans ses centres commerciaux les espaces

de repos, à faire de l'événementiel. Cette « théâtralisation » du point de vente ne manque pas de rappeler les méthodes marketing initiées par le Bon marché au XIXe siècle pour créer davantage de trafic pour les enseignes.

Unibail-Rodamco amorce aussi une première tentative de prise en compte de la valeur verte au niveau des utilisateurs des centres commerciaux. Elle enclenche l'innovation juridique du « bail vert », fin 2009, avec l'enseigne Nature et Découvertes, présente dans 15 centres commerciaux de la foncière. L'enseigne revendique une image « verte » en s'engageant, entre autres, à ce que ses installations électriques soient le moins énergivores possible, à trier ses déchets, etc.

### **Développement immobilier en quête de centralité métropolitaine**

L'opération du Forum des Halles illustre une autre composante de la stratégie d'Unibail-Rodamco, à savoir la recherche « d'avantages métropolitains ». Défenseur d'un urbanisme fait de mixité et d'ouverture dans l'idée d'une « ville passante », l'architecte David Mangin est retenu, en 2004, par la mairie de Paris pour concevoir le projet du Forum des Halles devant trois autres confrères, dont Jean Nouvel. Déclaré d'utilité publique, le projet de rénovation du Forum des Halles (ouvert en 1979), d'aménagement des transports en commun et du jardin a une dimension métropolitaine car il concerne le quartier le plus fréquenté de Paris (70% des utilisateurs résident en banlieue parisienne). Après un bail à

construction (16) historique expirant en 2055, Axa et Unibail-Rodamco sont aujourd'hui propriétaires du centre commercial mais la ville de Paris demeure maître d'ouvrage des choix métropolitains du quartier. En contrepartie, ils apportent respectivement 171 M€ et 92 M€, soit 30% du coût de la rénovation du Forum et de la construction du futur toit des Halles prévues d'être achevées en 2016. Les rues du centre commercial restent dans le domaine public mais sont toutefois gérées par la filiale Espace expansion d'Unibail-Rodamco à qui revient la responsabilité pénale de tout fait se déroulant dans les espaces publics. Des allées publiques intérieures au Forum seront aussi privatisées. Ce « brouillage » entre espace public et privé montre que la rue intègre un espace global privé, le complexe commercial (Lorrain, 2002, p. 29). L'enjeu socio-économique, c'est aussi 3000 emplois directs et une activité commerciale de 200 boutiques et 20 restaurants. Alors que 800 000 personnes y transitent chaque jour, le coût de la rénovation de ce quartier, estimé à environ 800 M€, pose la question du retour sur investissement d'un côté, pour le contribuable et de l'autre, pour Unibail-Rodamco et Axa. Cette privatisation de l'espace public, apparue en France dans les années 1990, apporte un surplus de rente de monopole aux deux investisseurs, tant sous la forme d'une rémunération par la Ville des servitudes à leur charge que sous la forme de travaux d'intérêt public réalisés par la Ville, qui augmenteront le trafic des clients provenant du RER. En plus de l'accroissement prévisible de la fréquentation, les

aménagements publics donnent de la valeur aux immeubles privés qu'ils desservent. Rappelons qu'Unibail-Rodamco a réalisé en 2009 avec le Forum des Halles (60 000 m<sup>2</sup>) un chiffre d'affaires de 522,1 M€ et que le Forum des Halles présente une excellente visibilité financière pour la foncière; il génère en France le chiffre d'affaires le plus élevé par m<sup>2</sup> de son portefeuille. Pour en mesurer la portée, indiquons que l'activité du Forum est quatre fois supérieure à un centre commercial régional (environ 40 millions de visiteurs par an) et qu'il réalise un chiffre d'affaires équivalent au centre-ville commercial de Lyon. Ce processus peu risqué de captation de la rente par l'acteur privé répond à l'objectif principal de création de valeur actionnariale, il susciterait des relations déséquilibrées dans la négociation d'un compromis urbain avec l'acteur public et des tensions avec les citoyens. L'association Accomplir regroupant des habitants du 1er arrondissement de Paris a saisi en janvier 2011 la justice pour demander l'annulation du protocole financier passé entre la Ville de Paris et Unibail-Rodamco / Axa qu'elle considère trop favorable à l'investisseur privé. L'enjeu de cette péréquation entre public et privé est à mettre en relief avec l'endettement de Paris (17) et la vitrine politique que présente un tel projet urbain.

### **Conclusion**

Ces portraits illustrent comment deux grands acteurs privés urbains, aux origines et aux trajectoires de croissance différentes, ont exploité un nouveau dispositif fiscal pour se développer. Ce

que nous avons cherché à montrer est la manière dont chacune de ces sociétés déclinait un profil hybride de financier et d'entrepreneur.

Force est de reconnaître tout d'abord que le statut SIIC a accentué le processus de financiarisation de l'immobilier, tant sous l'angle des marchés financiers et boursiers que sous l'angle de la professionnalisation financière du secteur. Par ailleurs, il a stimulé le rendement financier des foncières et leur a permis de s'introduire dans la compétition européenne d'où elles avaient été écartées antérieurement. Le bilan présente aussi un revers à plusieurs titres. Le statut SIIC induit une dépendance aux décisions politiques en matière fiscale, une concurrence avec les différentes formes de véhicules non cotés. Son bilan met aussi en évidence nombre d'imperfections relatives aux conflits d'intérêts en matière de délégation de gestion ou d'allocation d'investissement quand la SIIC appartient à un même groupe, à la capitalisation flottante, à l'actionnariat majoritaire, etc. De même, la crise financière de 2008 a mis à mal un immobilier d'investissement coté très dépendant de la bonne santé du crédit et de la bourse et a mis en

exergue une déconnexion entre valeurs boursières et valeurs fondamentales de l'entreprise. Dans le même temps, elle a renforcé aussi l'hypersélectivité des choix d'investissement des foncières.

La présentation de ces deux grandes entreprises a montré aussi en filigrane la richesse d'une industrie immobilière dotée d'un socle de compétences pluridisciplinaires. Dans le mouvement de privatisation des fonctions urbaines d'intérêt général (santé), cette communication ouvre une réflexion plus large sur les limites et les perspectives que peut offrir à la ville le modèle de développement de ces sociétés foncières et notamment l'influence qu'elles peuvent avoir sur la production d'une ville plus durable et sur son mode de gouvernance. Nous pouvons dire que pour réduire leurs coûts de transactions et conserver une autonomie, les grandes SIIC développent des projets immobiliers phares de plusieurs centaines de millions d'euros, le plus souvent pré-commercialisés auprès de grandes entreprises. Ces projets de promotion sont plus risqués que la simple activité de bailleur, mais sont aussi créateurs de plus de valeur économique. L'intérêt qu'elles portent

pour leurs produits en matière de développement durable revêt plusieurs facettes : impératif réglementaire, baisse des coûts d'exploitation, augmentation de la valeur vénale de l'immeuble, stratégie de différenciation, amélioration de l'image de marque et de la satisfaction de l'utilisateur. Par ailleurs, leurs activités de fabrication et de services urbains influencent nos modes de vie, l'aménagement des territoires et, sous la forme de la privatisation, nos relations à l'espace. Ces deux portraits participent de l'élaboration d'une grille de lecture pour mieux comprendre les enjeux que les modalités de l'investissement immobilier peuvent avoir sur la fabrication et la marchandisation de la ville.

*Cyril Boisnier est doctorant (Université Paris-Est, LATTs) en Aménagement de l'espace, urbanisme sous la direction d'Élisabeth Campagnac et de Ludovic Halbert. Son sujet de thèse porte sur : Financiarisation de l'immobilier non résidentiel et développement urbain durable : une analyse par les sociétés foncières en France. Il est également enseignant en économie-gestion à l'université Clermont II.*  
Cyril.BOISNIER@univ-bpclermont.fr

## NOTES

(1) *L'asset management* (allocation et gestion d'actifs) est une activité qui a trois facettes (Marty, 2004) : l'établissement de la politique d'investissement, par zones géographiques et catégories d'immeubles ; les décisions d'investissement ou d'arbitrage au niveau des immeubles ; les décisions relatives aux

travaux importants, débouchant soit sur une augmentation des loyers, soit sur une valorisation de l'immeuble.

(2) Le SBF 120 (pour Société des Bourses Françaises) est déterminé à partir des cours de 40 actions du CAC 40 et de 80 valeurs du premier et du second marché les plus liquides, cotées

à Paris parmi les 200 premières capitalisations.

(3) Morgan Stanley est une des principales banques d'investissement du monde et possédait jusqu'en 2009 la SIIC la Compagnie la Lucette.

(4) MSREF est le *general partner* des fonds MSREF IV, entrés en activité en

mai 2001, qui sont des fonds d'investissements immobiliers en « private equity » parrainés et contrôlés par Morgan Stanley (10) et dont l'activité consiste à réaliser des investissements immobiliers hors des États-Unis.

(5) Suite à une opération d'échange de titres, FDR détient depuis 2007 plus de 70% du capital de Beni Stabili, née en 1904 et cotée à Milan et à Paris; elle pèse pour près de la moitié de la capitalisation des foncières italiennes cotées.

(6) L'actionnaire principal Delfin est un holding italien appartenant à son fondateur Leonardo Del Vecchio, qui détenait jusqu'en 2007 des parts dans Beni Stabili et jusqu'en 2010 était lié à Bati-part par un pacte d'actionnaires. Covéa est une société de groupe d'assurance mutuelle (SGAM) française. Elle réunit la MAAF, les MMA et la GMF.

(7) Les actionnaires principaux de Korian sont aussi les actionnaires de FDR.

(8) Le prix du m<sup>2</sup> de bureau à la

Défense est d'environ 600 € par an; le taux de vacance se situe entre 5 et 10%.

(9) La dette brute (part du Groupe FDR) de 5,5 G€ est majoritairement constituée fin 2009 de crédits hypothécaires (73%) dont 26% de crédits hypothécaires titrisés.

(10) L'Euro Stoxx 50 est un indice boursier européen regroupant les 50 plus importantes capitalisations boursières de la Zone euro.

(11) Structures *ad hoc* créées pour accueillir des actifs dépréciés afin d'assainir les bilans.

(12) Unibail débourse 1 milliard de Francs (environ 152,4 millions d'euros) pour acquérir ce terrain que les vendeurs, un pool réunissant des grands investisseurs français (la BNP, le Crédit foncier, le Crédit agricole, GAN, la Société générale, etc.), ont acheté trois fois plus cher en 1992 et n'ont pas réussi à valoriser pendant six ans, à cause surtout de la crise immobilière

des années 1990 (*Le Monde*, 10 octobre 2008).

(13) Le 21 décembre 1999, Unibail réalise l'acquisition des actifs de Cross-Roads Property Investors (0,7 G€).

(14) H&M a bénéficié d'une douzaine des meilleurs emplacements. Le meilleur chiffre d'affaires de grandes enseignes internationales, telles H&M, la FNAC et UGC, a été réalisé dans des centres commerciaux d'Unibail-Rodamco.

(15) La construction ne représente que la moitié de la dépense et l'acquisition du terrain et des droits à construire afférents, un quart.

(16) Constitue un bail à construction le bail par lequel le preneur s'engage, à titre principal, à édifier des constructions sur le terrain du bailleur et à les conserver en bon état d'entretien pendant toute la durée du bail

(17) 2,3 G€ et 173,7 M€ par an selon les chiffres 2009 du ministère de l'Économie et des Finances.

## WEBOGRAPHIE

[www.agefi.fr](http://www.agefi.fr)  
[www.businessimmo.com](http://www.businessimmo.com)  
[www.challenges.fr](http://www.challenges.fr)  
[www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr)

[www.ieif.fr](http://www.ieif.fr)  
[www.lavieimmo.com](http://www.lavieimmo.com)  
[www.lemoniteur.fr](http://www.lemoniteur.fr)  
[www.foncieredesregions.fr](http://www.foncieredesregions.fr)

[www.pierrepapier.fr](http://www.pierrepapier.fr)  
[www.sff.fr](http://www.sff.fr)  
[www.unibail.fr](http://www.unibail.fr)

## BIBLIOGRAPHIE

ALLIANZ GLOBAL INVESTORS FRANCE, Janvier 2011, *Analyses et évolutions - L'immobilier coté en Europe*

FSIF, *Code de déontologie des SIICs*, Édition 2010-2011

AMOYEL G., GILLET G., MORE P., MOYSE J.M., POUGET R., 2007, *Immobilier*

*de l'entreprise*, Delmas, 3<sup>e</sup> édition, Paris

AVELINE-DUBACH N., 2008, *Immobilier: l'Asie, la bulle et la mondialisation*, CNRS Éditions, Collection Réseau Asie

BRENDER A., PISANI F., 2009, *Globalised*

*finance and its collapse*, Dexia CAMPAGNAC É., 1992, « Présentation générale », in : Campagnac É. (sous la dir. de), *Les grands groupes de la construction: les nouveaux acteurs urbains*, L'Harmattan, Paris, pp. 5-20.

- CHAZEL A., 2009, *Comprendre et chiffrer la « green value »*, Master Gestion et stratégie de l'investissement immobilier et de la construction, mémoire de fin d'études, Université Panthéon-Sorbonne Paris 1
- DESJARDINS B., LESCURE M., NOUGARET R., PLESSIS A., STRAUS A. (sous la dir. de), 2003, *Le Crédit lyonnais, 1863-1986*, Droz
- DGCRF, 2007, « Projet d'offre publique d'échange présenté par Unibail », *Bulletin Officiel de la Concurrence, de la Consommation et de la Répression des Fraudes*, n°6 bis du 28 juin 2007
- HALBERT L., 2010, *Financiariser la ville : l'hypersélectivité spatiale des investisseurs institutionnels à l'épreuve*, Colloque ASRDLF – AISRe « Identité, Qualité et Compétitivité Territoriale – Développement économique et cohésion dans les territoires alpins », Aoste, 20-22 septembre (téléchargeable en ligne : <http://asrdlf2010.let.fr/>)
- LESCURE M., 1980, *Les sociétés immobilières en France au XIXe siècle. Contribution à la mise en valeur du sol urbain en économie capitaliste*, Publications de la Sorbonne, Paris
- LE FUR E., 2006, « Panorama des fonds immobiliers dans le monde », *Revue management et avenir*, 2006/2, n°8, pp. 87-116.
- LORRAIN D., 2002, « Capitalismes urbains : la montée des firmes d'infrastructures », *Entreprises et histoire*, n°50, numéro spécial : Les grands groupes et la ville, pp. 7-31.
- NAPPI-CHOLET I., 2010, *L'Immobilier d'Entreprise, Analyse économique des marchés*, Paris, Economica
- NAPPI-CHOLET I., 2009, *Les mutations de l'immobilier - De la finance au développement durable*, Autrement
- MARTY G., 2004, « Pourquoi l'asset management ? », IEIF, *Réflexions immobilières*, n°37, février
- ORLÉAN A., 1999, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.
- POLLARD J., 2007, « Portrait d'entreprise : Les grands promoteurs immobiliers français », *Flux* n°69, Juillet - Septembre, pp. 94-408.
- TANNENBAUM Ph., 2010, *Les fonds immobiliers 2009-2010*, IEIF, Éditions Delmas
- THIAM I., 2008, *Le système de financement immobilier en France dans le nouveau concept d'intermédiation financière*, Thèse de doctorat en sciences économiques, Université Paris VIII
- TOPALOV C., 1974, *Les promoteurs immobiliers. Contribution à l'analyse de la production capitaliste du logement en France*, Mouton, Paris, La Haye