L'ARBRE QUI CACHE LA FORÊT : CATALYSE EN COURS D'UNE RÉVOLUTION SECTORIELLE



par Raphaël Tréguier
Président Fondateur,
Kareg

Si la première grande mutation de l'immobilier est venue de sa financiarisation, celle qui s'ouvre à présent repose sur sa transformation. Cette approche, radicalement différente, oblige à regarder l'immobilier autrement sur tous les plans.

Notre secteur, si bien organisé depuis l'après-guerre, si efficace pour produire logements et bureaux à la demande, vit ses dernières heures. En 2023, la hausse brutale des taux a mis un grand coup de projecteur sur les impacts du télétravail, fébrilement assumés en 2021, tout autant que sur notre difficulté à innover. Le secteur immobilier va donc difficilement porter son nom ces prochaines années : le changement sera de mise !

Si nous n'en sommes pas à la première grande vague de recyclage urbain, l'urgence d'agir tout en changeant de modèle est, en revanche, une première historique. Toutes les initiatives sont à l'étude chez les grands acteurs, tant propriétaires que promoteurs, avec un objectif commun : sauver ce qui peut l'être, à savoir les organisations, les hommes et les actifs immobiliers qu'ils ont créés. Il va falloir dépoussiérer bien des lois et des postulats dépassés.

C'est sans doute la principale qualité que l'on reconnaîtra sur le long terme à cette crise majeure. Nous ne pourrons pas nous retrancher derrière la hausse des taux comme seule explication, car ce serait l'arbre qui cache la forêt. On attendait que la loi Elan[1] lance la transformation des actifs obsolètes, puis le Covid, avec le télétravail, ainsi que les économies sur le béton dans un contexte de hausse des coûts des travaux… Ce sera finalement la hausse des taux d'intérêt qui mettra le feu aux poudres.

Fondée en 2018, Kareg donne une deuxième vie aux immeubles de bureaux par voie de réhabilitation. Elle rassemble une équipe d'experts mus par la volonté de fabriquer la ville de façon vertueuse.

Suite à quatre années de conseil, le groupe a créé sa propre société de gestion, agréée par l'AMF et membre de l'ASPIM, lui permettant de proposer les fonds GPS, premiers fonds de repositionnement urbain classés article 9 au sens de la SFDR.

En parallèle, Kareg continue à intervenir en qualité d'*operating partner* à l'investissement et en conseil à l'*asset management*.

1. La transformation au secours d'une crise historique

Dans les années 1980, période de fort renouvellement urbain, de nombreuses friches industrielles furent remplacées par des bureaux et des logements. Un processus de « recyclage » principalement par voie de démolition/construction. Un important parc de bureaux fut ainsi construit en première et deuxième couronnes franciliennes.

Prémices de la transformation à l'ère de la financiarisation

Entre 1990 et 2010, l'immobilier opéra alors sa mue, profonde, avec l'avènement de son statut

•••

[1] Loi n° 2018-1021 du 23 novembre 2018 portant évolution du logement, de l'aménagement et du numérique, https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000037639478.

d'actif financier, mis au même rang que les obligations ou les actions, entraînant de puissantes allocations, principalement vers l'immobilier tertiaire. Durant cette période, les premières transformations de bureaux en logements eurent lieu, une vague qu'on qualifia de « façadisme » car les structures étaient rarement conservées.

Entre 2010 et 2021, les capitaux continuèrent d'abonder et participèrent à la croissance très importante de tous les segments immobiliers, du *value-add*[1] au *core*. À titre d'exemple, la capitalisation totale des SCPI françaises est alors passée de 22 milliards à près de 75 milliards d'euros.

Pourtant, depuis 2013, Kareg n'a recensé qu'une centaine d'opérations de transformation de bureaux en logements par voie de réhabilitation de plus de 2 500 mètres carrés en Ile-de-France. Elles représentent environ 600 000 mètres carrés, soit un peu moins de 10 000 logements. *De facto*, le *value-add* se concentre sur le segment du bureau, et les principaux acteurs de la transformation immobilière furent les bailleurs sociaux. Depuis 2022, on note néanmoins une nette accélération des opérations privées ainsi que l'arrivée d'acteurs spécialisés.

2021-2023 : première baisse de la valeur des actifs tertiaires

Indépendamment de la récente hausse des taux d'intérêt, il est bon de rappeler qu'un immeuble vide, obsolète ou inutile, ne vaut guère plus que le prix de son foncier. Le raisonnement est simple : au-delà des travaux de repositionnement à opérer, le prix de cession varie fortement selon sa destination, à la hausse comme à la baisse. Ainsi, nous avons pu constater que les prix de ces fonciers urbains, vides ou en passe de l'être, n'ont que peu changé entre 2019 et 2021.

Quatre facteurs de perte de valeur. En revanche, depuis la crise sanitaire de 2020, le nombre d'immeubles vacants a fortement augmenté du fait du télétravail. Beaucoup d'actifs tertiaires ont vu leur valeur perdre plusieurs milliers d'euros par mètre carré par leur simple inutilité… en tant que bureaux. Le nombre d'actifs obsolètes ou inutiles ayant considérablement augmenté, il est donc tout à fait logique que la valeur globale des patrimoines tertiaires baisse, indépendamment des taux d'intérêt.

À cet état de fait, nous avons identifié quatre facteurs fondamentaux venant consolider cette baisse de valeur :

- un secteur espérant appliquer les mêmes modèles car ils ont fait leurs preuves depuis plusieurs décennies ;
- l'impossibilité des collectivités de réduire l'échelle/temps de l'aménagement (3 à 5 ans, parfois plus) à celle de la décision d'investissement (quelques mois) ;
- la hausse significative des coûts travaux depuis 2021 ;
- enfin, la quasi-inexistence d'acteurs structurés pour réaliser des opérations de repositionnement.

2024-2025 : L'impact de la hausse des taux sera-t-il négatif sur la transformation ?

L'année 2023 fut le théâtre d'une hausse des taux d'intérêt d'une brutalité historique ayant deux effets mécaniques pour le secteur.

- La hausse des taux de rendement attendus des obligations a été immédiate, entraînant une baisse de leur valeur et une surexposition de nombreux investisseurs institutionnels à l'immobilier, qui ont arrêté tout investissement dans la foulée dès l'été 2023, voire procédé à des arbitrages.
- De façon plus lente mais certaine, toute augmentation du taux de base entraîne aussi la hausse mécanique des taux de capitalisation, qui sont la somme du taux de base sans risque et d'une prime de risque attachée au secteur immobilier. Cette dernière est par nature peu compressible, voire en expansion en période troublée.

• • •

1. Stratégie d'investissement fondée sur la création de valeur.



Noisy-le-Grand (93), transformation partielle de bureaux en logements.



Clichy-sur-Seine (92), projet de transformation complète de bureaux en 440 logements.

Processus de liquidité. Ces deux phénomènes devraient donc annihiler la surexposition sur la durée, permettant de conserver un intérêt réel des investisseurs pour l'immobilier sur le long terme. En outre, cette situation ne devrait pas sensiblement toucher la faisabilité financière des opérations de transformation, dans la mesure où l'ensemble des classes d'actifs sont touchées, celles qui forment à la fois le point d'entrée et le point de sortie de nos *business plans*.

L'impact le plus important proviendra très probablement d'un mouvement structurel, comparable à celui que les fonds ouverts allemands ont connu en 2010-2012 : des appels de liquidité puissants, entraînant un volume de cessions important. Pour mémoire, selon un rapport DTZ[1] de 2012, ce processus de liquidation d'une dizaine de fonds ouverts avait entraîné la cession de près de 20 milliards d'euros d'actifs. Dans ce contexte, les valeurs d'actifs peuvent baisser de façon très significative, répondant à d'autres contraintes que le simple jeu de l'offre et la demande.

2. Actifs immobiliers ou actifs réels ?

Répondre aux besoins immédiats de la population et des entreprises en repositionnant les actifs en souffrance pourrait offrir une porte de sortie honorable aux propriétaires fonciers. L'approche par la transformation peut en effet révéler un potentiel de valeur important sur de nombreux fonciers, permettant de réduire la perte sur la valeur d'usage initial, voire créer une plus-value.

Économies conséquentes. Ce fut le cas d'une mission d'*asset management* opérée en dix-huit mois par Kareg à Noisy-le-Grand, en plein Covid, sur un site de 30 000 mètres carrés « trop grand, trop vieux, trop vide ». Regarder les choses autrement a permis de créer beaucoup de valeur. En évitant la démolition/construction, les économies financières et environnementales liées à la conservation du béton sont conséquentes :

- plus de 500 €/m^2 SDP ;
- plus de 250 kg eq CO_2/m^2 SDP par rapport à la RE 2020.

Créer de la valeur en regardant l'immobilier autrement

Pour entrer dans une nouvelle ère immobilière et profiter de ce modèle vertueux à l'échelle industrielle, de profondes modifications restent à opérer, à commencer par assumer que :

- les variations de valeur proviennent essentiellement du changement des besoins ;
- les besoins des entreprises et de la population évoluent ;

• • •

[1] DTZ, *The Great Wall of Money: new capital returns to growth*, octobre 2012.

- les changements d'usage ne remettent pas souvent en cause la structure des immeubles.

Sur le plan financier. Les montages de démembrement, de baux emphytéotiques, répondent au même constat : la vie des habitants n'est pas à l'échelle temps de l'immobilier. À quel niveau doit-on placer le curseur entre un propriétaire qui se projette sur plusieurs générations, un utilisateur long terme qui restera huit ans et souhaiterait prendre une partie de la plus-value et enfin un locataire court terme qui valorise principalement sa liberté de mouvement ?

En tant qu'institutionnels, doit-on acheter une structure en béton bien placée et bien construite, qui rapporte X % comme les infrastructures, ou être preneur d'un bail de trente ans permettant d'exploiter tout ou partie de cette structure selon l'usage de son choix, comme cela est fait *de facto* sur des campus multilocataires ?

En intégrant la « transformabilité » des immeubles, on s'ouvre naturellement à de nouvelles solutions très efficaces et susceptibles de bouleverser nos décisions en matière d'allocation financière sur le secteur. Être ouvert au changement d'usage permet de pérenniser la valeur des actifs en distribuant mieux la valeur entre l'immobilier et l'usage que l'on en fait.

Sur le plan fiscal. La question fiscale reste prégnante dès qu'on parle de transformation de bureaux en logements. En effet, les loyers en logement n'entrent généralement pas dans le champ d'application de la TVA et le propriétaire ne peut donc récupérer la TVA sur le prix de l'immeuble neuf.

À ce sujet, la piste la plus naturelle serait d'assimiler fiscalement les opérations de transformation qui concourent à la création d'un immeuble neuf à une VIR (vente d'immeuble à rénover). En effet, la structure conservée de l'immeuble a déjà subi la TVA lors de sa première vie. Or la TVA s'applique aujourd'hui sur l'ensemble du coût de revient, ce qui pourrait être assimilé à une double taxation.

Cet ajustement de l'assiette de TVA permettrait de faciliter l'accession à la propriété et, dans beaucoup de cas, de sauver la valeur des actifs tertiaires, dont la destination alternative ne peut être que principalement du logement. En outre, on peut rappeler que la principale « valeur ajoutée » de l'acte de conservation de la structure béton est l'économie d'empreinte carbone… qui devrait donner droit à un crédit si on répliquait ce que font d'autres industries (la taxation carbone) !

Sur le plan juridique. La prochaine étape décisive pour faciliter la transformation est probablement le développement du permis de construire (PC) sans usage. Si le changement d'usage relève de la déclaration préalable de travaux, la majeure partie des projets nécessite des travaux qui relèvent d'un permis de construire. Les deux autorisations ont leur différence (possibilité d'un PC modificatif, par exemple), mais la destination reste unique et figée dans tous les cas.

Or financer des travaux lourds est un investissement long terme. La question de la pérennité du nouvel usage que l'on visera sur l'immeuble est donc critique, et la création du PC sans destination imposée est sans doute une des solutions les plus intelligibles pour un investisseur qui souhaite participer à la réinvention de la ville de manière responsable. Un chemin que nombreux soutiennent dans la profession.

Vers un nouveau modèle de fabrication de la ville

En conclusion, la transformation semble avoir de beaux jours devant elle, passant d'un statut de *process* alternatif de construction anecdotique à une véritable solution globale : urbaine (loi ZAN[1]), économique (prix béton), sociale (création d'écoles, logements en zone tendue…) et environnementale (enjeu de limitation des GES).

Cette approche nécessite de faire communiquer des mondes qui travaillaient auparavant en silos étanches, mais cette crise devrait avoir la vertu de forcer chacun à s'ouvrir à la transformation et de laisser à cette dernière l'opportunité de faire ses preuves comme étant un nouveau modèle de fabrication de la ville sur lequel nous pourrons, voire devrons, compter.

1. Loi n° 2023-630 du 20 juillet 2023 visant à faciliter la mise en œuvre des objectifs de lutte contre l'artificialisation des sols et à renforcer l'accompagnement des élus locaux https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000047866733.