

Valorisation de l'immobilier d'entreprise par l'externalisation des actifs et autres solutions

Faire de l'immobilier un levier de création de valeur

Siège social Actif Bâtiment
Vente Société Bail
Externalisation ENTREPRISE Allotissement Urbanisation
des actifs Investisseurs Gestion temporaire
IMMOBILIER Création de valeur
Utilisateurs ÉVALUATION
Directeur immobilier

L'externalisation actualisée car toujours d'actualité

L'externalisation d'actifs immobiliers, ou opération de *sale and lease back*, est une pratique consistant, pour une entreprise propriétaire d'immeubles qu'elle exploite elle-même, à céder tout ou partie de ces immeubles à un tiers et à les reprendre aussitôt à bail pour continuer à les exploiter en tant que locataire. Elle s'est particulièrement développée à l'aube du XXI^e siècle et s'est progressivement imposée comme une option dont l'analyse est incontournable dans le cadre de la gestion d'un parc d'immobilier d'exploitation. Paru en 2009, le premier cahier édité par l'Association des directeurs immobilier (ADI), intitulé « L'externalisation des actifs d'exploitation ? Comment le directeur immobilier peut-il créer durablement de la valeur »⁽¹⁾ avait notamment pour objectif d'examiner les différentes problématiques liées à cette pratique et d'offrir aux dirigeants d'entreprise un outil de référence en la matière. Dix ans après cette première édition, l'heure est à nouveau au bilan, ou plus précisément, à l'identification – sans pour autant prétendre à un inventaire exhaustif – des évolutions majeures constatées et des principaux enseignements tirés des opérations de *sale and lease back* réalisées ces dernières années.

Des évolutions importantes sur les plans fiscal, juridique et comptable

Tenter de porter un regard rétrospectif sur les opérations d'externalisation d'actifs immobiliers impose, tout d'abord, de rappeler les principales évolutions réglementaires intervenues au cours de ces dix dernières années. À cet égard, trois changements importants, sur les plans fiscal, juridique et comptable, méritent d'être soulignés.

Sur le plan fiscal, il convient de mentionner la suppression de l'article 210 E du Code général des impôts depuis le 1^{er} janvier 2012. Cette disposition permettait à toute entreprise d'imposer ses plus-values de cession immobilière non pas à l'impôt sur les sociétés au taux de 34 % mais à un taux réduit de 19 %, à condition toutefois que la cession soit réalisée au profit d'un véhicule financier réglementé par l'Autorité des marchés financiers. Les Sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC), les Organismes de placement collectif en immobilier (OPCI) et les Sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) ont ainsi particulièrement bénéficié de ce dispositif. Si la suppression de ce

(1) *L'externalisation des actifs d'exploitation, comment le directeur immobilier peut-il créer durablement de la valeur ?* Association des directeurs immobiliers (ADI), novembre 2009.

régime fiscal, qui présentait un intérêt financier évident, a expliqué la réalisation d'un grand nombre d'opérations de *sale and lease back* à la fin de l'année 2011, la fiscalité en vigueur depuis cette date, qui soumet toutes les plus-values de cession immobilière à l'impôt sur les sociétés au taux de 34 %, n'a pour autant pas remis en cause l'intérêt de l'externalisation (voir *infra*).

Sur le plan juridique, l'application de la loi n° 2017-626 du 18 juin 2014 relative à l'artisanat, au commerce et aux très petites entreprises dite Pinel et de son décret d'application⁽²⁾ à tous les baux commerciaux « *conclus ou renouvelés* » à compter du 1^{er} septembre 2014⁽³⁾ a impacté la rédaction et la négociation des contrats mis en place dans le cadre d'opérations d'externalisation. Si les conséquences de ces nouvelles dispositions sur le statut des baux commerciaux sont nombreuses, la principale nouveauté à mentionner dans ce contexte est l'interdiction pour le bailleur-investisseur d'imputer au locataire-cédant « les dépenses relatives aux grosses réparations mentionnées à l'article 606 du Code civil ainsi que, le cas échéant, les honoraires liés à la réalisation de ces travaux », en ce compris « les dépenses [relevant des grosses réparations susvisées] relatives aux travaux ayant pour objet de remédier à la vétusté ou de mettre en conformité avec la réglementation le bien loué » en vertu de l'article R. 145-35 du Code du commerce. Cette règle d'ordre public a en effet rigidifié les discussions liées au transfert des risques « propriétaire » de remise en état des locaux, par exemple, les gros travaux affectant la structure, le clos et le couvert, et limité la marge de négociation relative à la répartition de la charge d'investissement consécutive à l'obsolescence des actifs immobiliers. Elle a aussi renforcé le degré de vigilance des investisseurs concernant la qualité de l'entretien passé des immeubles, au regard notamment de l'ampleur et du coût des programmes de travaux qui devront être réalisés à ses frais à court et moyen termes, et le niveau des charges et des frais de gestion qu'il ne pourra plus refacturer, l'objectif étant de sécuriser des flux financiers nets dans la durée. Par ailleurs, le droit de préférence introduit par le même texte au bénéfice du preneur à bail commercial⁽⁴⁾, limité aux locaux « à usage commercial ou artisanal » et non-applicable notamment en cas de cession de portefeuille, peut être insuffisant dans le cadre d'une opération d'externalisation. Il doit être complété par un droit de premier refus conventionnel en cas de cessions ultérieures de l'actif loué par le bailleur, si l'entreprise cédante souhaite conserver un contrôle sur les cessions postérieures tant que l'immeuble sera occupé par son groupe. Toutefois, si la loi dite Pinel et son décret

(2) Décret n° 2014-1317 du 3 novembre 2014 relatif au bail commercial.

(3) Pour faire simple et éluder ici les questions liées à l'application de ces textes dans le temps.

(4) Article L.145-46-1 du Code de commerce.

d'application ont modifié certains aspects des opérations d'externalisation, ils n'ont pas remis en cause leur intérêt (voir *infra*).

Sur le plan comptable, enfin, une nouvelle norme IFRS 16 *Leases* est entrée en application de manière obligatoire pour tous les exercices ouverts à partir du 1^{er} janvier 2019 (voir Partie II du présent cahier *infra*). Cette nouvelle règle crée un régime comptable unique intégrant, dans le bilan du preneur, tous les droits d'utilisation acquis au moyen de paiement différés, sans distinguer la nature du contrat, qu'il s'agisse d'une location simple ou d'une location-financement, en constatant à l'actif un montant représentant le droit d'utilisation de l'actif loué, pendant la durée du contrat et, au passif, une dette correspondant à l'obligation de paiement des loyers (part fixe). En théorie, elle devrait impacter mécaniquement les indicateurs et les ratios financiers usuellement utilisés en communication financière, telle que l'augmentation de l'engagement net de l'entreprise du fait de la comptabilisation de la part fixe des loyers sous forme de dettes supplémentaires alors qu'elle était auparavant présentée en engagement hors bilan l'augmentation des indicateurs de type EBITDA ou *free cash flow* puisque la charge liée à la part fixe des loyers ne sera plus prise en compte dans le calcul de ces agrégats mais traitée en charges d'amortissement et charges d'intérêts. Le cas échéant, les opérations de *sale and lease back* devront donc être motivées par des considérations financières, stratégiques et opérationnelles suffisamment fortes pour justifier l'impact comptable qui pourrait en résulter. Toutefois, il est trop tôt pour en mesurer les conséquences sur le traitement comptable des opérations d'externalisation et sur l'intérêt de ces dernières. Sa mise en œuvre devra donc être suivie avec attention.

Un outil toujours d'actualité pour ses avantages intrinsèques

Une fois rappelées les principales évolutions réglementaires intervenues au cours de ces dix dernières années, le premier constat est que, par son objet même, l'externalisation a présenté et continuera à présenter – pour autant que son nouveau traitement comptable ne constitue pas un obstacle majeur – un double intérêt potentiel pour toute entreprise propriétaire de tout ou partie des immeubles qu'elle exploite elle-même (voir partie 1.2.4 du premier cahier de l'ADI). D'une part, elle répond à un besoin de recentrage des entreprises et constitue un moyen relativement simple et rapide à mettre en place pour se désendetter et/ou financer des projets stratégiques sur fonds propres, tels que des investissements technologiques, le développement de l'activité ou d'un nouveau marché, le repositionnement dans un contexte concurrentiel, etc. D'autre part, l'opération permet de transférer à un tiers investisseur une partie des risques « propriétaire » liés à la détention et à l'obsolescence des actifs immobiliers, par exemple en cas

de sinistre, d'expropriation, de mise aux normes et de gros travaux coûteux affectant la structure, le clos et le couvert, etc.

Loin de s'épuiser, les opérations de *sale and lease back* ont au contraire continué à se développer au cours de la décennie qui vient de s'écouler. Ce mouvement a par ailleurs été amplifié par des facteurs conjoncturels particulièrement favorables :

- la compression des taux de rendement, qui a notamment pour effet d'augmenter la plus-value latente de nombreux immeubles d'exploitation, tout particulièrement lorsque ceux-ci sont déjà en grande partie amortis ;
- l'attractivité de l'immobilier dans un marché haussier avec une forte demande et une offre limitée, qui permettent notamment aux entreprises de céder aisément certains actifs bien localisés à des prix particulièrement élevés et donc de générer des volumes de liquidité importants ;
- les innovations technologiques, qui ont profondément recomposé certains marchés très concurrentiels, par exemple, le secteur de la distribution avec la montée en puissance du commerce en ligne, ou encore le secteur de l'hôtellerie, avec le développement des plateformes du type *AirBnb*, et nécessitent des investissements particulièrement lourds de la part des acteurs concernés.

Une opération financière adaptable aux différentes variables du marché immobilier

La deuxième observation est qu'indépendamment des avantages intrinsèques qu'elle présente pour l'entreprise, l'externalisation s'adapte aux différentes variables du marché immobilier, dans la mesure où elle peut *a priori* être envisagée quel que soit l'état du marché immobilier, tant en période de forte croissance qu'en temps de crise, tant pour des actifs à forte valeur que pour des immeubles de moindre qualité.

D'une part, il suffit d'observer le marché immobilier actuel pour constater que des taux de capitalisation faibles et des prix de vente élevés motivent les entreprises à céder leurs actifs immobiliers d'exploitation et que celles-ci trouvent acquéreur auprès d'investisseurs institutionnels, généralement *core*, dans un contexte où les volumes de liquidités à placer sont particulièrement importants et où les opportunités d'investissement sont relativement rares. Inversement, les périodes de difficultés économiques et le besoin urgent de dégager rapidement des liquidités peuvent inciter certaines sociétés à vendre des immeubles plus ou moins bien localisés à des fonds d'investissement, principalement opportunistes, à des taux de rendement attractifs pour ces derniers. De ce point de vue, le secteur du commerce, compte tenu des mutations qu'il traverse, notamment sous l'effet de la concurrence de nouveaux acteurs comme Amazon, la

réduction des points de vente physiques, la réorganisation des chaînes logistiques, la stratégie de digitalisation, l'évolution du comportement des consommateurs, etc., pourrait être un terrain propice aux opérations de *sale and lease back* en Europe dans les années à venir. Dans ce cadre, les investisseurs opportunistes apportent des liquidités et des compétences pour prendre à leur charge la mutation des actifs immobiliers qui seront progressivement délaissés par leurs exploitants actuels.

D'autre part, l'externalisation doit inévitablement être appréhendée comme une opération financière, qui dépend fortement des trois principaux paramètres pris en compte par l'investisseur :

- la qualité de signature du cédant/preneur – autrement dit, sa solvabilité et sa capacité à payer le loyer ;
- la durée du bail envisagée, généralement comprise entre neuf et douze ans fermes et renouvelables ;
- le volume des actifs considérés.

Ce retour d'expérience appelle plusieurs remarques. D'un point de vue strictement financier⁽⁵⁾, l'opération de *sale and lease back* peut être envisagée pour tout type d'immeuble d'exploitation, quel que soit son usage : bureaux, commerces, entrepôts, hôtels, etc. et – fait suffisamment rare en immobilier pour être souligné – sans que sa localisation soit considérée comme l'élément fondamental : l'externalisation d'immeubles situés dans des zones périphériques voire isolées, comme ce fut le cas pour une grande partie des actifs du portefeuille de France Télécom en 2001 et 2002, est susceptible d'intéresser certains investisseurs dans le cadre d'un achat de portefeuille, dès lors que les conditions du bail commercial mis en place (niveau du loyer, durée ferme) offrent à ce dernier un degré de sécurisation suffisant pour assurer la rentabilité de l'opération. Dans ces conditions, le bail commercial joue un rôle essentiel dans la mesure où, pour le preneur, il doit assurer la pérennité de son exploitation et lui permettre d'adapter les actifs à ses besoins opérationnels tandis que, pour le bailleur, il doit permettre la régularité et la certitude des flux nets tout en limitant autant que possible la gestion technique et conditionne ainsi tout l'intérêt financier de l'investissement envisagé. Sa négociation constitue donc une étape cruciale du processus d'externalisation, à laquelle il est indispensable d'associer les opérationnels pour intégrer les besoins liés à l'activité du vendeur et anticiper autant que possible leurs évolutions pendant la durée du contrat.

(5) Voir limites ci-après d'un point de vue stratégique et immobilier.

Une société qui prépare une opération de *sale and lease back* a tout intérêt, notamment si celle-ci doit être réalisée en plusieurs étapes, à composer un ou plusieurs portefeuilles mixant des actifs à forte valeur et des actifs à arbitrer moins liquides et/ou de moindre qualité. Dans certains cas, la durée des baux portant sur les actifs les plus banalisés et les mieux localisés pourra être assouplie par exemple avec une durée du type « 3, 6, 9 » ans, si cette approche convient à la fois à la stratégie de l'entreprise – pour un immeuble non-stratégique qu'elle pourrait souhaiter quitter à court ou moyen terme – ainsi qu'aux projets de l'investisseur – pour relouer à un tiers à un loyer plus élevé.

Une limite structurelle liée au conflit d'intérêts inhérent à la relation bailleur-preneur

Si, comme indiqué *supra*, l'opération de *sale and lease back* peut, d'un point de vue strictement financier, être envisagée pour tout type d'immeuble d'exploitation, l'expérience montre que cette affirmation doit être nuancée d'un point de vue stratégique et immobilier. Certains retours d'expérience ont en effet mis en évidence le fait que les inconvénients structurels de l'externalisation limitent, dans certains cas, sa pertinence pour l'entreprise et/ou pour l'investisseur.

Une opération de *sale and lease back* limite inévitablement la capacité du cédant devenu simple locataire à faire évoluer dans le temps les actifs immobiliers qu'il continue à exploiter (gros équipements, aménagements intérieurs, etc.). Or, en fonction des facteurs et du rythme d'obsolescence propre à chaque catégorie de biens, le besoin d'investissement dans les immeubles s'accroît au fil de temps : évolution des normes⁽⁶⁾, évolution des concepts commerciaux (commerces, hôtels, etc.), évolutions techniques ou exigence de rénovation lourde (toitures, ascenseurs, réduction de la consommation d'énergie finale dans les bâtiments à usage tertiaire, etc.). La répartition de la charge d'investissement consécutive à cette obsolescence est un fort facteur d'opposition entre le bailleur et le preneur et peut en pratique, compte tenu des enjeux financiers sous-jacents et de la divergence des intérêts de chacun, conduire à des situations d'opposition d'intérêts difficiles à résoudre. Ainsi, plus de quinze ans après les premières grandes externalisations, un certain nombre de cédants emblématiques ont finalement décidé de racheter ou de faire racheter des actifs préalablement cédés pour réaliser ou faire réaliser les investissements nécessaires à la continuité de l'exploitation. L'exemple le plus pertinent, et probablement le plus connu, pour illustrer cette limite est sans doute celui des galeries commerciales de Carrefour en Europe vendues

(6) Établissements recevant du public (ERP), installations classées pour la protection de l'environnement (ICPE), accessibilité aux personnes à mobilité réduite (PMR), etc.

en 2000 à Klépierre : la nécessité d'accomplir des investissements importants fut l'un des facteurs important de la décision de rachat, en 2014, des galeries commerciales concernées – plus d'une centaine – par Carmila, une nouvelle société foncière créée par Carrefour et alors détenue à hauteur de 42 % par celle-ci, le restant étant partagé entre Amundi (Crédit Agricole), AXA, Blue Sky Group, BNP Paribas Cardif, Colony Capital, Crédit Agricole Assurance, Pimco (Allianz) et Sogecap (Société Générale).

La question fondamentale : le caractère stratégique ou non des actifs à arbitrer

En définitive, le principal enseignement qui doit être tiré de plus de vingt années d'opérations de *sale and lease back* est probablement que l'opportunité d'y recourir dépend essentiellement de la réponse à la question suivante : « la propriété d'un actif immobilier donné est-elle ou non, au regard de ses caractéristiques (localisation, configuration, etc.) et de sa place dans l'activité et le développement de l'entreprise, l'outil le plus adapté pour continuer à l'exploiter ? ».

Au risque de simplifier, à l'excès, la logique binaire est la suivante :

- si la réponse est négative, l'actif immobilier considéré est probablement un immeuble relativement banalisé, par exemple sans véritable caractéristique distinctive, dont l'activité est faiblement dépendante sur le plan opérationnel et sur lequel l'entreprise n'a pas besoin de conserver un degré de contrôle élevé. Les immeubles de bureaux, accueillant un siège social notamment, s'inscrivent, sauf exception, dans cette catégorie d'actifs ;
- si la réponse est positive, l'actif immobilier joue probablement un rôle déterminant pour l'activité de l'entreprise, soit en raison d'une situation géographique stratégique, soit au regard d'une forte dépendance opérationnelle au regard de l'activité, des équipements de production, etc. Cette caractéristique justifie par conséquent que l'entreprise conserve la maîtrise la plus large possible de l'actif immobilier. À titre d'exemple, tel est souvent le cas dans l'hôtellerie, secteur dans lequel la gestion de l'immobilier, des équipements et des aménagements intérieurs occupe généralement une place centrale. D'ailleurs les actifs dont la configuration et/ou les équipements sont structurels pour l'exploitation de l'activité de l'entreprise sont souvent particulièrement complexes à gérer par un tiers investisseur et donc moins intéressants pour ce dernier eu égard à leur gestion chronophage, aux coûts associés, aux aléas techniques, etc.

Ces différents constats et retours d'expérience ne font que confirmer le fait que, d'une part, l'étude de faisabilité de l'opération constitue une étape préalable et stratégique

dans la décision d'externaliser et que, d'autre part, la mise en œuvre de toute opération de *sale and lease back* doit faire l'objet d'une préparation minutieuse et d'une méthodologie rigoureuse. De ce point de vue, les titres 2 à 5 du premier cahier édité par l'ADI, adaptés, restent particulièrement d'actualité.

L'externalisation, vecteur de changement

Sur un plan managérial et organisationnel, le mouvement d'externalisation a participé à la montée en puissance des directions immobilières au sein des entreprises. Ces dernières se sont vues attribuées des missions stratégiques, le plus souvent définies et mises en œuvre en étroite relation avec la direction financière et la direction générale. En outre, au cours des dix dernières années, les schémas directeurs immobiliers, initialement lancés pour adapter les parcs immobiliers aux évolutions du cœur de métier de l'entreprise et réduire la facture immobilière, se sont généralisés. Ces outils sont précieux à la direction immobilière, dans la mesure où ils permettent bien souvent d'identifier des opportunités de création de valeur au niveau des actifs exploités et/ou restitués par les utilisateurs.

Dans ce contexte, si l'externalisation des actifs immobiliers d'exploitation reste une solution pour certains cas, d'autres sources de création de valeur à partir des actifs d'exploitation détenus ou projetés par l'entreprise élargissent le champ des possibles et proposent dans certaines hypothèses une meilleure rentabilité ou constituent une réponse plus adaptée aux problématiques stratégiques rencontrées. Le directeur ou la directrice de l'immobilier est dès lors plus que jamais en première ligne pour étudier les options qui s'offrent à l'entreprise, quantifier les gains et les risques des opérations, peser les avantages et les inconvénients de chaque choix, les présenter et orienter sa direction générale vers le meilleur projet. Le raisonnement d'*asset management* prend alors avec force toute sa pertinence.

Le présent ouvrage, pensé en continuité de celui édité en 2009, pose un état des lieux et trace les nouvelles pistes qui s'ouvrent au directeur ou à la directrice de l'immobilier pour élaborer une stratégie immobilière qui tienne compte des situations contemporaines. Il s'adresse aux directeurs et aux directrices de l'immobilier ainsi qu'à tous ceux et toutes celles qui sont concernées par la propriété d'immobilier d'entreprise. Il les concerne non seulement quand ils œuvrent dans les grands groupes et les grandes entreprises mais aussi dans les plus petites structures. Tout simplement parce que l'actif immobilier représente un levier de création de valeur considérable quelle que soit l'envergure de son propriétaire.

Introduction générale

La direction de l'immobilier a largement évolué depuis moins de quinze ans. Elle est passée d'une mission support, responsable d'un outil de travail, à une mission expert. Il lui est demandé non seulement une efficacité opérationnelle pour bien loger les utilisateurs, occuper à moindre coût les m² les mieux placés possibles, et faire de l'immobilier un élément de la qualité de vie au travail et du sens donné au collectif qu'il reçoit. Au-delà de la stratégie relative aux immeubles de bureau, la direction de l'immobilier est partie prenante de la stratégie globale de l'entreprise, notamment en ce qui concerne les entreprises du commerce, de l'industrie et de la logistique dont les modèles, élaborés dans les années 2000, sont totalement remis en cause par des logiques de développement ou d'arbitrage d'un parc immobilier ne correspondant plus aux besoins de l'utilisateur final. La direction immobilière participe également à la construction et à la gestion de la responsabilité sociétale de l'entreprise en lien avec son territoire d'implantation.

Le contexte dans lequel évoluent le directeur ou la directrice de l'immobilier est lui-même nouveau. Le numérique et les objets connectés sont apparus et se sont développés, influant fortement sur les modes de consommation et de vie ; les besoins ont changé, les modes de travail ont muté, tout comme les marchés. Trois axes stratégiques prioritaires pour le directeur et la directrice de l'immobilier font consensus⁽⁷⁾ : le bien-être au travail, la productivité, le montage d'opérations immobilières. Ces modifications profondes amènent à réfléchir au sein des directions de l'immobilier tant à une nouvelle politique de détention ou de non-détention de l'actif d'exploitation qu'à de nouvelles formes de création de valeur.

Dans une première partie qui pose les éléments de réflexion à garder en tête dans ce contexte changeant, le lecteur ou la lectrice comprendront en quoi la création de valeur est un nouvel enjeu pour une direction immobilière (chapitre 1), comment celle-ci est liée aux cycles de l'immobilier (chapitre 2) et ne peut s'extraire de l'évaluation du patrimoine qu'elle gère (chapitre 3).

La deuxième partie prend acte du défi lancé à la direction immobilière avec l'adoption, depuis le début de l'année 2019, de la norme comptable relative aux contrats de location, IFRS 16. Cette nouvelle norme change la grille de lecture des directions générales, impacte la gestion du bilan de l'entreprise, et donc les politiques immobilières,

(7) *Le directeur immobilier, un contributeur central de la stratégie des entreprises*, enquête Roland Berger pour l'ADI, novembre 2018.

fortes consommatrices de dépenses d'investissement de capital (CAPEX, en anglais) et un des premiers postes de coût des entreprises. Les éléments de sa compréhension sont décryptés (chapitre 4) et les modes de comptabilisation expliqués (chapitre 5), avant la présentation de la manière dont la nouvelle norme influe sur les stratégies de valorisation des actifs d'exploitation, des schémas traditionnels d'acquisition simple et de la combinaison acquisition/location intégrée aux modes alternatifs de portage de cet immobilier (chapitre 6).

La troisième partie focalise les schémas les plus novateurs pour créer et capter de la valeur à partir des actifs d'exploitation par la valorisation de son statut de propriétaire et la co-promotion (chapitre 7), par la valorisation de sa qualité de locataire et l'option d'achat d'un immeuble loué (chapitre 8), et par la valorisation d'un bien en friche ou inoccupé de façon temporaire et l'urbanisme transitoire (chapitre 9).

La quatrième partie regroupe onze fiches pratiques, chacune correspondant à un cas pratique envisagé dans les trois premières parties. Elle s'attache à proposer au lecteur et à la lectrice des données tirées du quotidien d'une direction de l'immobilier sous forme de tableaux ou d'exemples concrets.

				Multiples
Valeur hors droit après la déduction de la franchise	190 246 772	4,2 %	loué	21,1
Valeur hors droit après la déduction de la franchise	170 016 624	5,2 %	vide	18,9
Écart	20 230 149			2,2
Marge promoteur vente vide	17 819 206	10 %	sur PV	2,0

La valeur du projet immobilier loué est égale à un multiple de 21,00 x le loyer/an ; la franchise de loyer est égale à un multiple de 2,20 x le loyer/an ; la marge du promoteur est égale à un multiple de 4,20 x le loyer/an.

Or la marge promoteur (sans risque) pour un immeuble vide devrait être de 10 % du prix de vente vide, soit un multiple de loyer de x 2 ans pour une valeur d'actif de x 19 ans de loyer (soit un taux de capitalisation du loyer de 5,2 %).

La création de valeur correspondant à la signature d'un bail serait donc de 2,2 le loyer/an, soit plus ou moins 50 % de la marge du promoteur dans un cas classique (cf. l'approche par le bilan).

IMPORTANT

Les deux approches (bilan promoteur et taux de capitalisation ou multiple) tendraient à montrer que la signature d'un bail dans notre exemple vaut x 2,20 le loyer annuel. En contrepartie de ce gain, il faut apprécier le risque pris dans l'opération et le niveau de fonds propre qu'il faudra immobiliser.

Fiche pratique 4

Location et comptabilisation IFRS

Contexte : un bien situé dans le secteur de Paris Rive Gauche. L'acquisition est comparée à la location sur une période de 18 ans, correspondant à un bail de 9 ans renouvelé une fois, au terme de laquelle l'immeuble est revendu vide. Le parti pris est de prévoir un financement bancaire de 100 % de l'acquisition, de manière à être rigoureusement comparable à la location pour laquelle dans le bilan de départ le droit d'utilisation est équivalent à la dette de loyer.

4.1 Sans IFRS

À l'origine d'une opération de location, la comptabilisation initiale au bilan se présente sous le schéma suivant :

Actif : Droit d'utilisation	Passif : Obligation locative
Dette de loyers	Dette de loyers
Loyers prépayés	Banque (<i>paiement intervenu avant la signature du bail</i>)
Coûts directs initiaux	Banque (<i>paiement intervenu avant la signature du bail</i>)
Coûts de remise en état	Provision

En cours du bail, droits d'utilisation et dette de loyers évoluent différemment en fonction des règles de calcul et d'amortissement propres à chacun comme l'illustre l'exemple ci-après.

4.2 Avec IFRS 16

Le bail commercial présente les caractéristiques ci-dessous :

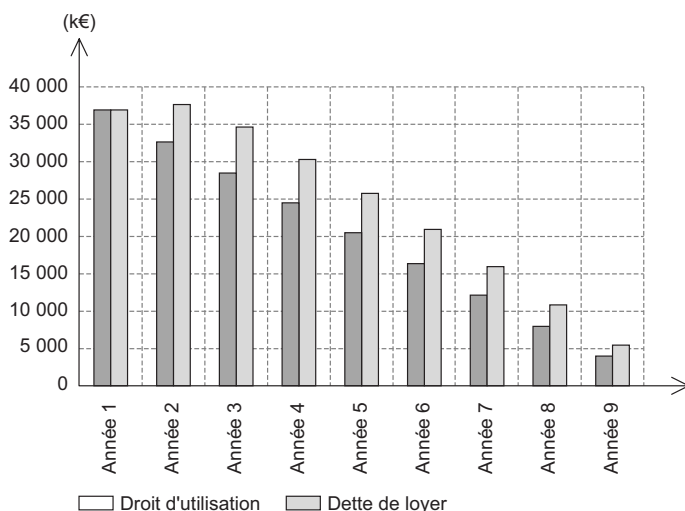
- durée : 9 ans ;
- période ferme : 7 ans ;
- franchise : 15 mois ;
- surface des locaux : 10 000 m² ;
- loyer annuel : 5 millions d'euros ;
- indexation prévisionnelle : 2 % par an ;
- taux marginal d'emprunt de l'entreprise : 2 % par an.

À titre de simplification, et pour bien souligner les différences d'évolution, cet exemple ne tient pas compte de loyers prépayés ou coût directs initiaux, de manière à égaliser le droit d'utilisation et la dette de loyers à l'origine du contrat.

Effet sur le bilan :

Par rapport à la norme IAS 17, le principal effet de la norme IFRS 16 pour l'entreprise est la prise en compte de la location au bilan à travers le droit d'utilisation et la dette de loyer, et, par conséquent, un effet négatif sur le bilan.

Effet IFRS 16 sur le bilan



Pour un montant de droit d'utilisation et de dette de loyer équivalent au départ du bail, la dette de loyer devient légèrement supérieure au cours du bail. Deux raisons l'expliquent :

- pas de diminution de la dette de loyer pendant la période de franchise ;
- principe de capitalisation des intérêts dans le montant de la dette.

Cet effet négatif sur le bilan peut être diminué en cas d'incorporation des coûts directs initiaux au droit d'utilisation à l'origine du bail (honoraires de commercialisation, honoraires d'avocat, frais d'installations, etc.).

Table des matières

	Avant-propos.....	5
	Introduction générale.....	13
Partie I	Éléments de réflexion du directeur immobilier.....	15
Chapitre 1	Création de valeur, un enjeu de légitimité.....	17
	1.1 Les enjeux de l'immobilier.....	17
	1.1.1 Valoriser et optimiser les actifs.....	18
	1.1.2 Améliorer le coût d'occupation et d'exploitation.....	18
	1.1.3 Agir sur les surfaces.....	19
	1.2 La légitimité du directeur immobilier par la création de valeur.....	20
	1.2.1 Seuil de rentabilité baissé, valeur des actifs maximisée.....	20
	1.2.2 Trois leviers pour une stratégie tournée vers la maximisation de la valeur des actifs immobiliers.....	20
Chapitre 2	Création de valeur et cycles de l'immobilier.....	25
	2.1 La chaîne de création de valeur.....	26
	2.1.1 Sept étapes chronologiques pour créer de la valeur.....	26
	2.1.2 Intervention de quatre acteurs.....	26
	2.2 Les cycles de l'immobilier en Île-de-France.....	28
	2.2.1 Le marché locatif.....	28
	2.2.2 Le marché de l'investissement.....	31
Chapitre 3	Création de valeur et évaluation du patrimoine.....	35
	3.1 La précision de la mission d'évaluation.....	36
	3.2 Les variables de l'expertise.....	36

3.3	Les méthodes d'évaluation	37
3.3.1	Approche comparative	38
3.3.2	Approche par le revenu	38
3.3.3	Approche par le bilan-promoteur	38
3.3.4	Approche par le coût de remplacement	39
3.3.5	Approche par l'indice	39
3.4	La qualité de l'expertise	39
Partie II	La norme IFRS 16 : un challenge à intégrer pour le directeur de l'immobilier	41
Chapitre 4	IFRS 16 : une norme à bien comprendre	43
4.1	Les entreprises visées	43
4.2	Conséquences de la norme IFRS 16	44
4.3	La notion de location	45
4.3.1	Droit de contrôle du preneur	45
4.3.2	Détermination du bien contrôlé	46
4.4	Exemptions et exceptions	47
4.4.1	Exemptions	47
4.4.2	Exceptions	48
Chapitre 5	Les modes de comptabilisation avec IFRS 16	51
5.1	La location-financement, côté du bailleur	51
5.1.1	Comptabilisation initiale	52
5.1.2	Comptabilisation en cours de contrat	53
5.2	La location simple, côté du bailleur	53
5.3	La comptabilisation par le preneur	54
5.3.1	La durée du contrat	54
5.3.2	La dette de loyers	56
5.3.3	Le droit d'utilisation	57

5.4	Les contrats de sous-location	58
5.5	Les opérations de cession bail	59
Chapitre 6	L'évolution des stratégies de valorisation	61
6.1	Des schémas stratégiques traditionnels	62
6.1.1	L'acquisition simple	62
6.1.2	La combinaison acquisition/location et la consolidation	65
6.2	Des modes alternatifs de portage de l'immobilier	66
6.2.1	L'émergence du contrat de service	66
6.2.2	L'association avec un tiers et la déconsolidation	68
Partie III	Créer de la valeur pour la capter	71
Chapitre 7	Création de valeur et co-promotion	73
7.1	Une réflexion à engager	74
7.1.1	Un levier de performance	74
7.1.2	Une valeur potentielle	74
7.2	La co-promotion	75
7.2.1	Le principe de la co-promotion	75
7.2.2	Les avantages de ce montage	76
Chapitre 8	Captation de valeur et location avec option d'achat	77
8.1	Le principe	77
8.2	La stratégie	78
8.2.1	Captation d'une part de plus-value	78
8.2.2	Détenir un actif à terme	78
8.3	Les conditions de réussite de la location avec option d'achat	79
8.3.1	Une solution de repli	79
8.3.2	Des conditions identifiées	79

Chapitre 9	L'urbanisme transitoire	81
9.1	Des prérequis	82
9.2	Conditions juridiques	82
9.2.1	Les contrats	82
9.2.2	Le suivi	83
9.3	Conditions financières	83
9.3.1	En interne	83
9.3.2	À l'égard de l'opérateur	84
9.4	Conditions techniques	84
9.4.1	Maîtrise d'œuvre technique	84
9.4.2	Accueil du public	84
9.4.3	Relations voisinage	85
9.5	Modèle économique	85
9.5.1	Les conditions d'exploitation	85
9.5.2	Vers des indicateurs innovants	86
9.6	L'avenir ?	86
	En guise d'intermède	89
Partie IV	EN PRATIQUE	91
	Fiche pratique 1 : À chaque méthode, ses coûts	92
	Fiche pratique 2 : Créer la valeur grâce à une stratégie immobilière adaptée aux enjeux de l'entreprise	93
	Fiche pratique 3 : Captation de la valeur et répartition : l'exemple d'une opération de bureaux à développer	94
	Fiche pratique 4 : Location et comptabilisation IFRS	97
	Fiche pratique 5 : Comptabilisation IFRS et cession bail	100
	Fiche pratique 6 : Comptabilisation IFRS et le choix location/acquisition	103
	Fiche pratique 7 : Comptabilisation IFRS et joint-venture	106
	Fiche pratique 8 : Développement à 100 % d'un immeuble restitué par les occupants de l'entreprise	109

Fiche pratique 9 : Développer un immeuble en co-promotion.....	113
Fiche pratique 10 : Location avec option d'achat.....	118
Fiche pratique 11 : Urbanisme transitoire en région.....	120
Liste des contributeurs.....	123
Glossaire	125
Bibliographie.....	131

Valorisation de l'immobilier d'entreprise par l'externalisation des actifs et autres solutions

Ce livre est une synthèse didactique et pratique du rôle qu'une direction de l'immobilier doit tenir pour accompagner la politique immobilière d'une entreprise d'une stratégie de création de valeur à partir des actifs, quelles que soient leur nature, taille ou localisation.

À côté de l'externalisation d'actifs immobiliers ou opération de *sale and lease*, option qu'il faut envisager pour créer de la valeur, d'autres solutions comme la co-promotion ou la location avec option d'achat peuvent être mises en œuvre.

Ainsi, la première partie expose les principes et les enjeux de chacune des solutions ; la seconde propose une dizaine de cas pratiques commentés, pour illustrer les avantages et les inconvénients de chacune d'elles.

Cet ouvrage est écrit par les membres de l'Association des directeurs immobiliers (ADI), organisation professionnelle française de référence. Elle a pour mission d'accompagner les directeurs immobiliers dans leur quotidien en servant de plateforme d'échange et d'information, de base documentaire, mais aussi en promouvant leur métier et en défendant leurs intérêts.