

Actifs immobiliers :

Vendre, titriser, réaliser une opération de cession-bail ou leaseback, louer, délocaliser - Comment arbitrer ?



Par Antoine Allez,
juriste Etude
Cheuvreux (étude
de Notaires)



et Odile Coulaud,
associé du Cabinet
Mazars (cabinet
comptable)



L'Etat a même indiqué qu'il entendait mettre en vente une partie du patrimoine qu'il occupe

Au cours de ces dernières années, de grandes entreprises en Europe ont profité du regain d'intérêt des marchés financiers pour les produits immobiliers pour externaliser une partie de leur patrimoine immobilier. A la différence de ce qui se pratiquait auparavant, ces entreprises ont en même temps négocié leur maintien dans les actifs cédés et leurs conditions d'utilisation.

Si les premières opérations ont été initiées début 2000 (pour les plus importantes, citons les opérations de cession de portefeuille d'actifs immobiliers par des grands utilisateurs pas toujours cotés tels que EDF, SNCF et France Telecom) celles-ci sont dorénavant adoptées par un nombre croissant d'opérateurs et recherchées par des investisseurs privés et les foncières. L'Etat a même

indiqué qu'il entendait mettre en vente une partie du patrimoine qu'il occupe ou encore faire construire et financer une partie des nouvelles prisons par des opérateurs privés.

Cette tendance émergente du marché peut être un facteur d'opportunité pour les entreprises propriétaires d'actifs immobiliers dans un contexte de taux de capitalisation qui leur est favorable. De plus, il y a un intérêt renouvelé des investisseurs pour l'immobilier en raison de l'appétence des marchés financiers pour des produits offrant un rendement intéressant sur le long terme et un développement de nouvelles techniques de financement par le recours à la titrisation et aux obligations foncières qui permettent d'accéder à de nouvelles ressources financières en limitant le recours au financement bancaire.

L'arbitrage immobilier est devenu pour les

entreprises une source d'opportunité qui nécessite la conjonction d'expertises combinées et la mise en œuvre de plusieurs talents adaptés à chaque problématique ainsi que des analyses dans des domaines différents (comptable, juridique, immobilier, fiscal, technique).

La détermination de la stratégie et l'objectif exact de l'opération est fondamental. Une mauvaise prise en compte initiale des finalités peut compromettre les résultats ou ce que l'on en attendait, la réussite financière de la démarche et surtout son interprétation tant sur les marchés qu'au sein de l'entreprise.

1. LES PRINCIPAUX OBJECTIFS DE L'ARBITRAGE DE PATRIMOINE IMMOBILIER

Les actifs immobiliers concernés sont essentiellement des actifs, type bureaux, logements,

centres commerciaux ou liés à l'activité de l'entreprise tels qu'entrepôts voire actifs techniques s'ils disposent d'une capacité d'évolution à terme (capacité de constructibilité résiduelle, par exemple) ou s'ils sont susceptibles de trouver rapidement preneur sur le marché lors du départ de l'entreprise.

L'arbitrage de patrimoine immobilier répond essentiellement à deux objectifs : financier et opérationnel, qui seront successivement développés.

1.1. L'objectif financier correspond aux impératifs de désendettement rapide et de mise à disposition d'une souplesse financière (ex : France Telecom, Thalès, Alcatel) ou au souci des entreprises de se recentrer sur leur cœur de métier en dégageant des ressources financières au moyen de leur portefeuille immobilier détenteur de valeurs cachées pour financer, développer leur croissance et améliorer la rentabilité de leurs opérations.

L'externalisation peut également participer à la performance de l'entreprise au moment où les normalisateurs souhaitent plus d'informations qualitatives et économiques sur le patrimoine et les composantes du résultat (ex : les obligations relatives au volet environnemental et bientôt sur le développement durable pour les sociétés cotées).

1.2. Au plan opérationnel, compte tenu du besoin des entreprises d'une flexibilité accrue en matière d'implantation et depuis l'émergence du principe nouveau de précaution, le patrimoine immobilier devient encore plus complexe à gérer. En effet, la réglementation se complexifie. On peut citer en matière d'hygiène et de sécurité celle relative à l'amiante, au plomb, aux problématiques de santé posées par la présence de légionelles dans les installations de climatisation, la nécessité d'identifier et traiter les risques du poste de travail au travers de l'établissement du document unique, la réglementation sur l'environnement et le traitement et la prévention des pollutions.

Tout ceci impose des responsabilités nouvelles pour les entreprises tant vis-à-vis des occupants de leurs immeubles qu'à l'égard des tiers. Des expertises de plus en plus pointues et diversifiées sont nécessaires et conduisent à faire appel de façon croissante à des compétences externes.



L'adossment à une grande foncière ayant un patrimoine immobilier important est une opportunité pour une entreprise d'accéder à cette expertise de gestion immobilière à un moindre coût

Les expertises externes auxquelles les entreprises ont recours ont évolué de façon notable. Il y a eu tout d'abord, grâce à l'impulsion des anglo-saxons l'émergence des property manager, et en raison de la financiarisation croissante des métiers, une évolution du mode de gestion des actifs immobiliers vers des pratiques dédiées à leur optimisation: création des benchmarks, industrialisation des process de gestion, développement du facility management, consolidation et regroupement de sociétés de gestion, solutions de gestions déléguées.

La mise en place de partenariats investisseur/utilisateur permet de créer de la flexibilité et de garantir le bon entretien des actifs immobiliers et leur sécurité. Ces investisseurs sont très souvent adossés à des équipes de property management éprouvées chargées de gérer suivant des critères rigoureux les actifs immobiliers importants confiés en gestion. Compte tenu de la masse gérée, l'entreprise peut ainsi bénéficier de l'optimisation des coûts de gestion.

L'adossment à une grande foncière ayant un patrimoine immobilier important est une opportunité pour une entreprise d'accéder à cette expertise de gestion immobilière à un moindre coût et de créer de la flexibilité pour la gestion de ses implantations, voire lui faire bénéficier de conditions contractuelles et financières qui auront été déterminées dans

le cadre de l'externalisation de son patrimoine.

L'externalisation permet également, dans un souci de bonne gestion, de mieux identifier les coûts de la fonction immobilière. L'analyse des différents coûts par nature tels que celui du personnel (gardiennage, entretien, gestion immobilière), des travaux (gros travaux et travaux de réparation), des assurances, des impôts et taxes, de mise en conformité avec les réglementations (amiante, etc.), de sous occupation, devient plus aisée car ces coûts sont alors regroupés dans une seule rubrique de loyers et charges locatives.

Les systèmes analytiques existant privilégient souvent les activités cœur de métier. Dans ce contexte, les affectations analytiques réalisées pour la fonction immobilière demeurent imparfaites.

L'externalisation est également un moyen de s'interroger au-delà des problématiques comptables sur l'adéquation des moyens immobiliers appartenant à l'entreprise avec leur utilisation.

Il peut donc être opportun pour les entreprises de saisir cette tendance du marché pour se défaire où se soulager d'actifs immobiliers dont la gestion devient de plus en plus complexe et dont le coût tend à se renchérir.

Ces cessions permettent d'optimiser le coût de gestion de l'immobilier et le cas échéant créer de la flexibilité grâce à l'adossement d'une foncière et dégager des ressources financières alternatives à l'accroissement de son endettement bancaire.

2. LES PRINCIPALES PROBLÉMATIQUES DE LA MISE EN ŒUVRE DE L'ARBITRAGE D'UN PATRIMOINE IMMOBILIER

L'objectif de l'entreprise est de maintenir un niveau de loyer/charges et autres investissements liés à l'occupation et à l'exploitation des sites vendus qui soit en rapport avec l'objectif d'augmentation du rendement des capitaux, le prix du marché pour les types d'actifs immobiliers arbitrés, eu égard au coût du financement et au coût des fonds propres de l'investisseur.

Un diagnostic préliminaire de ce patrimoine est nécessaire afin de faciliter au directeur financier et/ou à l'actionnaire, les arbitrages sur la valeur et la potentialité de sa mise sur le marché. Ce diagnostic examine les aspects opérationnels, comptables, fiscaux, et juridiques.

Ces différents aspects interagissent entre eux et doivent être traités globalement ce qui nécessite la mise en place d'un groupe d'experts ayant des compétences afférentes à chacune des problématiques à traiter.

2.1. Détermination du périmètre de cession à partir de l'évaluation des besoins de l'entreprise

L'entreprise doit tout d'abord faire un choix parmi les actifs immobiliers concernés afin de déterminer leurs opportunités et leurs risques, et en particulier leurs capacités à être mis sur le marché.

Cette collecte d'information permet d'apprécier le potentiel de valorisation et les éventuels problèmes ou contraintes dont il faudra tenir compte si l'on décide de mettre les actifs sur le marché, et de déterminer de façon plus précise les coûts de l'immobilier (situation environnementale, mise aux normes, programme de travaux, identification des surfaces inutilisées ou obsolètes). Il s'agit essentiellement d'une phase d'audit « juridico immobilier ».

L'entreprise établit ensuite un cahier des charges définissant eu égard à son organisa-

tion et ses problèmes spécifiques, ses besoins immobiliers, les conditions d'utilisation, d'évolution et de gestion des actifs immobiliers. Il intègre les objectifs à atteindre et introduit la souplesse nécessaire à son fonctionnement afin de garantir un bon entretien des immeubles et la sécurité des occupants. Il doit également anticiper le programme d'investissement immobilier nécessaire.

Ces choix s'opèrent grâce à l'utilisation ou à la combinaison de méthodes d'évaluation du patrimoine telle que la valeur patrimoniale, la méthode de goodwill, et la méthode de cash-flow.

Cette dernière méthode est la plus utilisée pour estimer le rendement des fonds propres car elle intègre le processus économique propre à l'entreprise et ses perspectives de croissance, la viabilité de l'entreprise et la continuité de l'exploitation, les besoins de l'entreprise (investissement, besoin en fond de roulement), et l'actualisation des flux.

Ces analyses sont établies à partir d'éléments endogènes (approche des flux de cash flow futurs induits par les actifs immobiliers), et exogènes (évolution des taux d'actualisation).

2.2. Situation fiscale

Les problématiques fiscales doivent être analysées en amont du processus afin de dégager les éventuelles contraintes et préparer ainsi la structuration fiscale de l'optimisation. Devront notamment être pris en considération les plus values sur les biens immobiliers, ainsi que les droits d'enregistrement liés à la cession des actifs.

2.3. Aspect comptable

Les normes IAS/IFRS obligent les entreprises à réaliser une analyse de leur patrimoine et apportent de nouvelles contraintes sur les actifs immobiliers :

- l'interdiction de la constitution de provision pour grosses réparations (norme IAS 37 Provisions, passifs éventuels et actifs éventuels) rend obligatoire une analyse des actifs par composants et la constitution d'UGT (unités génératrice de trésorerie) (norme IAS 16 : immobilisations corporelles et règlement CRC 2002-10 relatif à l'amortissement et à la dépréciation des actifs.),

- l'évaluation à la juste valeur des actifs et

l'enregistrement comptable des écarts constatés,

- l'évolution de l'information obligatoire à publier en annexe concernant les contraintes environnementales et leur évolution d'un exercice à un autre.

2.4. Aspects juridiques

L'entreprise doit déterminer les caractéristiques juridiques des actifs immobiliers dont l'arbitrage est envisagé. Cette analyse permet de sélectionner les actifs qui peuvent faire l'objet d'une cession ainsi que les différentes méthodes d'arbitrage et de mettre en perspective les actions correctrices nécessaires.

Les différents travaux aboutissent à l'établissement du cahier des charges de cession et à la documentation contractuelle organisant l'arbitrage du patrimoine immobilier.

2.4.1. Techniques juridiques d'externalisation

Les différentes techniques juridiques d'externalisation de patrimoine qui ont été utilisées jusqu'à présent sont essentiellement des techniques de cession-bail.

Les techniques liées à l'utilisation de baux à construction couplée le cas échéant avec un crédit bail sont peu utilisées dans le cadre d'externalisation d'actifs immobiliers.

L'effet principal de la cession-bail est de rendre l'entreprise locataire des actifs dont elle était auparavant propriétaire. L'entreprise va ainsi être confrontée à la réglementation sur les baux commerciaux. Elle devra en mesurer les avantages et inconvénients et le cas échéant prévoir les éléments de souplesse à introduire dans les stipulations contractuelles des baux pour instaurer une certaine flexibilité.

Si l'avantage pour l'entreprise de la réglementation sur les baux commerciaux tient essentiellement à la propriété commerciale (droit de renouvellement du bail commercial) et la faculté de résiliation triennale du bail (avantage par rapport à la détention d'immeuble en propre dont la cession est généralement longue et dépend des aléas du cycle du marché), l'inconvénient est que l'investisseur souhaitera la plupart du temps engager l'entreprise sur des baux à durée longue avec une faculté limitée de résiliation triennale du bail.

La souplesse retrouvée par l'aménagement de la durée du bail passe par des mécanismes financiers permettant à l'acquéreur de conserver le rendement financier initial qui aura été convenu avec l'entreprise cédante.

2.4.2. Paramètres juridiques devant être pris en considération

L'entreprise va devoir envisager les conditions locatives qu'elle souhaite, et notamment la nature des charges locatives qui lui seront imputées, l'étendue de son obligation d'entretien, les conditions de renouvellement des baux, les modalités de résiliation anticipée, la faculté de réalisation de travaux et leur mode de réalisation (envisager le rôle éventuel de l'entreprise en tant que maître d'ouvrage délégué), le montant du dépôt de garantie et les garanties financières éventuelles.

L'entreprise tire les conséquences de la situation environnementale de ses actifs, notamment l'estimation du coût de leurs remise en état et détermine le plan d'investissement, les modalités financières de prise en charge des coûts correspondants, ainsi que tous autres plans d'investissements liés à l'occupation des actifs cédés.

Ces éléments seront ainsi pris en compte dans le modèle financier qui sera convenu avec l'investisseur.

L'entreprise dans sa réflexion stratégique et juridique prend en compte les contraintes du

financement de l'opération par l'investisseur et notamment, en présence d'opérations financées par un processus de titrisation, anticipe le type de garanties nécessaires pour parer au risque de rupture des flux financiers.

Enfin, il faut choisir entre la vente en l'état des actifs immobiliers en prévoyant son impact sur le prix éventuel de cession soit envisager une vente complétée de garanties relatives à la situation juridique des actifs vendus (typiquement sur des immeubles de bureaux à Paris, la garantie d'affectation).

Ainsi, l'entreprise avec l'aide de ses conseils prépare l'architecture contractuelle destinée à régir ses rapports avec l'investisseur et les modalités de vente et d'occupation de ses immeubles.

Généralement, cela passe par la mise au point de la documentation contractuelle relative:

- à la recherche des investisseurs (organisation du processus de l'audit, de l'appel d'offres, mise en place d'une data room, et rédaction des lettres de procédures et confidentialité), et

- à la rédaction du contrat cadre régissant les rapports entre l'entreprise et l'investisseur, les contrats types organisant la vente des actifs (acte type de vente d'immeubles en la forme notarié), l'occupation des locaux loués (rédaction de baux types), et leur gestion

(convention organisant l'entretien des locaux loués, la réalisation et surveillance des travaux réalisés dans les locaux loués, etc.), l'évolution des locaux loués en fonction des contraintes d'exploitation du vendeur.

L'ensemble de ces contrats intégreront ainsi les choix comptables (montage déconsolidant ou non) juridiques et fiscaux qui auront été arrêtés par l'entreprise.

La complexité de ces opérations nécessite le recours à des intervenants extérieurs (notaire, avocat fiscaliste, expert comptable, expert immobilier) pour faire l'analyse et éviter les mises en porte à faux éventuelles avec les services internes, puis assister l'entreprise dans la mise en œuvre de cette opération.

3. Conclusion

Pour arbitrer en toute quiétude, il faut :

- Bien définir vos objectifs finaux, la volonté stratégique et leur lisibilité interne et externe,
- réaliser un audit avec juxtaposition de talents différents regroupés sur votre propre problématique,
- mettre en place une task force capable de mener l'opération à bonne fin voire de la faire évoluer, en fonction des normes IAS et des contraintes tant juridiques que fiscales. ■

**Le carnet des Femmes et des Hommes
de l'immobilier d'entreprise
est sur**

**Accès
Libre !**

.info

L'information de l'immobilier d'entreprise sur internet