

LES EXTERNALISATIONS IMMOBILIÈRES UN OUTIL D'AVENIR POUR LES ENTREPRISES EN RECHERCHE DE RESSOURCES FINANCIÈRES

*par Virginie Houzé, Directeur Etudes et Recherche France, JLL,
Graeme Jackson et Edouard Asselin, Co-responsables
Corporate and Structured Transactions, JLL*

Les externalisations immobilières ont atteint un niveau record en 2019 en Europe. Dans un contexte de durcissement des conditions de financement, l'immobilier peut constituer une véritable source de capitaux pour les entreprises alors que les investisseurs sont à la recherche de rendement dans un contexte de taux historiquement bas. De nombreuses options sont ouvertes pour permettre aux entreprises de coller au plus près à leur stratégie.



Virginie Houzé



Graeme Jackson



Edouard Asselin

Des externalisations record en Europe en 2019

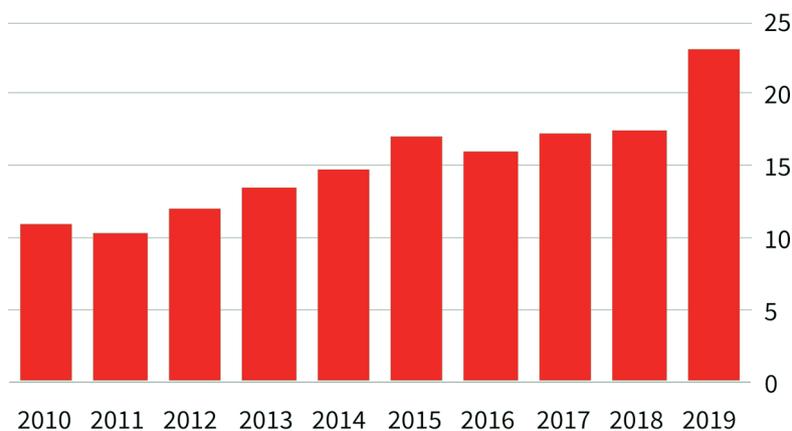
En progression régulière depuis 2012, le marché des externalisations immobilières a franchi un nouveau seuil l'an dernier en Europe avec plus de **23 Md€** de transactions contre 17,4 Md€ en 2018. En moins de 10 ans le marché a plus que doublé en Europe porté par une forte demande de la part des investisseurs immobiliers.

Le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France sont les trois pays les plus actifs en volume avec 69% des investissements en 2019. En Grande-Bretagne ces opérations ont

représenté 7 Md€ grâce à la cession de portefeuilles d'actifs de santé notamment, alors que le marché allemand, deuxième en volume avec 5,8 Md€, a été animé essentiellement par des cessions en logistique et locaux d'activité. Le marché français a connu une progression plus modérée avec un peu plus de 3 Md€ en 2019.

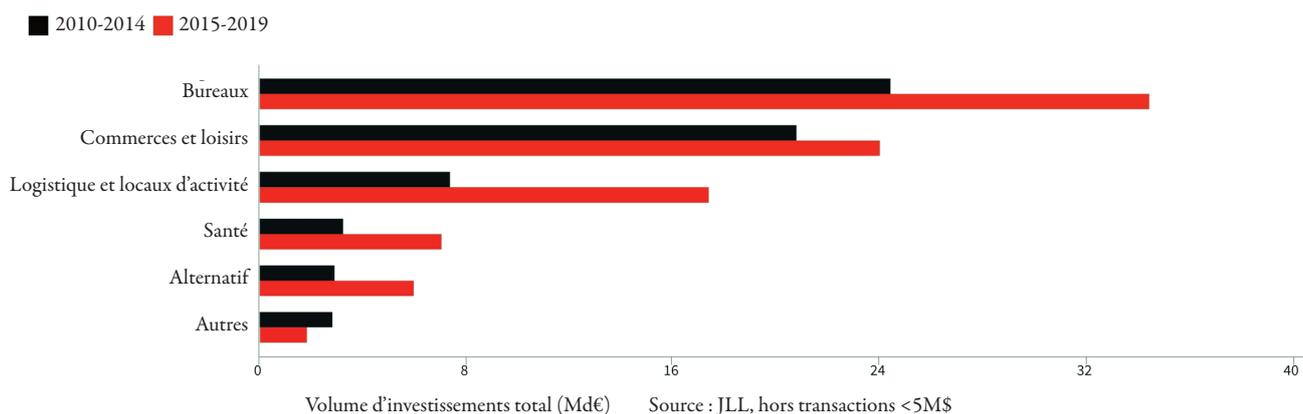
Les bureaux, les commerces et la logistique, représentent 76% du marché en Europe. Les externalisations en bureaux ont baissé en volume en 2019 (6 Md€ contre 7,8 Md€ en 2018) alors que les autres classes d'actifs

Les externalisations immobilières en Europe en Md€, 2010-2019



Source : JLL, hors transactions <5 M\$

Le volume des externalisations immobilières par secteur en 2010-2014 vs 2015-2019 :



Source : JLL, hors transactions <5M\$

ont progressé. Ainsi les investissements en commerces ont augmenté de plus de 60% en 2019, atteignant 6 Md€ grâce à des cessions d'ampleur comme le portefeuille Sainsbury's comptant 12 supermarchés en Grand Bretagne ou encore le portefeuille Casino en France avec 32 supermarchés ; ces deux transactions atteignant des volumes supérieurs à 450 M€ chacune. La logistique a progressé de 50% à 5,7 Md€, portée par des cessions de portefeuilles comme la vente de Cargo, structure détenant une partie des centres de logistique de Carrefour en France. Enfin les actifs alternatifs prennent une part grandissante dans les opérations d'externalisation depuis quelques années, comme la santé avec par exemple la cession par BMI Healthcare d'un portefeuille de 1,7 Md€ portant sur 30 murs hôpitaux en Grande-Bretagne ; ou la cession par Vita Group d'un

portefeuille de £600m de murs de résidences étudiantes, toujours au Royaume-Uni.

Quel intérêt pour une entreprise de se financer par l'externalisation de son immobilier ?

L'immobilier constitue souvent pour les entreprises un maillon stratégique dont la cession au profit d'un tiers peut s'avérer difficile à envisager. Pour autant, elles sont de plus en plus nombreuses à choisir cette option plutôt qu'un financement bancaire traditionnel a priori plus simple et rapide à sécuriser qu'une opération immobilière. Plusieurs facteurs plaident en faveur de l'externalisation.

L'arbitrage entre externalisation et dette bancaire se fait au niveau du coût du capital de l'entreprise et non entre le coût de la dette bancaire vs celui de l'immobilier. En effet,

la détention d'actifs immobiliers immobilise des fonds propres dans des actifs dont les rendements sont faibles et les coûts potentiels élevés (normes, travaux) alors que ces mêmes capitaux pourraient être investis dans le cœur de métier avec une rentabilité plus élevée. **L'externalisation permet à l'entreprise de générer des fonds propres (plus-value de cession) et de la trésorerie** pour ainsi se donner les moyens de financer le développement de son cœur de métier. Il est notable que l'introduction des nouvelles normes IFRS, se traduisant notamment par la reconsolidation d'une dette locative dans le cadre d'opérations de sale & leaseback, n'a pas fondamentalement modifié l'intérêt financier des entreprises pour de telles opérations.

Le marché des externalisations bénéficie d'un contexte de marché favorable et les derniers événements ne vont pas nécessairement dégrader les conditions de cession. En effet, le volume de capitaux prêts à s'investir en immobilier est très élevé alors que les marchés financiers font preuve d'une volatilité inédite et de rendements historiquement bas. Les investisseurs recherchent des actifs sur lesquels déployer leurs capitaux et sont capables de se positionner sur des actifs de diversification. Les entreprises en mesure de proposer des engagements suffisamment longs pourront continuer à bénéficier de conditions de cession favorables (taux bas) alors même que le marché bancaire tend à se resserrer et le coût de la dette à augmenter.

Les externalisations permettent aux entreprises de sortir de leur risque immobilier (décret tertiaire, développement durable) et de moderniser leur outil en partenariat avec des professionnels qui prendront en charge ces investissements. On peut ainsi citer l'opération de SWAP réalisée par CNP Assurances en 2019 avec Altaréa Cogedim au cours de laquelle CNP Assurances a échangé son siège vieillissant de Montparnasse contre un immeuble neuf à Issy-les-Moulineaux développé par le promoteur qui se chargera également du redéveloppement du site de Montparnasse ; ou encore le partenariat monté entre Engie et Nexity pour le développement du nouveau siège de l'industriel à proximité de La Défense, opération qui est par ailleurs en cours de cession en VEFA à un investisseur.

Enfin, **la cession de son immobilier par une entreprise n'entraîne pas automatiquement une perte de contrôle sur ses actifs** puisque plusieurs options de structuration sont envisageables, offrant une grande flexibilité financière et stratégique.

Quelles options pour une entreprise cherchant à monétiser son immobilier aujourd'hui ?

L'externalisation de patrimoine peut revêtir différentes formes selon les besoins et la stratégie de l'entreprise : le

sale & leaseback qui consiste à céder des actifs en continuant à les occuper ; la « fonciérisation » qui consiste à créer un véhicule de détention ad hoc dans lequel de nouveaux investisseurs entrent au capital ; voire des formes plus sophistiquées d'ingénierie juridique et financière faisant, par exemple, appel au démembrement de propriété (cession d'usufruit ou bail emphytéotique), approche peu développée en France mais qui a été expérimentée par l'Etat (Corne Ouest de Balard, 113 rue de Grenelle).

Le sale & leaseback est l'opération la plus répandue sur le marché et représente l'essentiel des externalisations en raison de sa « relative » simplicité et de sa flexibilité. La cession en *sale & leaseback* permet de générer des capitaux frais pour l'entreprise alors que la séparation entre exploitation et immobilier permet de mieux valoriser ce dernier aux mains de spécialistes tout en externalisant le risque. Par ailleurs, lorsque l'entreprise est capable de s'engager sur des baux longs et que son *rating* financier est suffisant, le produit d'investissement devient une « quasi-obligation » dont le rendement pourra se situer entre le rendement de la classe d'actif sous-jacente et le coût d'endettement de l'occupant. Si les actifs banalisés comme les bureaux, les commerces ou la logistique sont parfaitement adaptés à ce type d'opération, des actifs moins fongibles peuvent être proposés pour peu que les durées d'engagement soient ajustées en conséquence. Ainsi, plus l'actif sous-jacent est banalisé et liquide, plus les baux pourront être courts ; alors qu'en cas d'actifs spécifiques les investisseurs s'attacheront plus à la qualité de crédit du cédant, à sa stratégie industrielle et à la durée d'engagement. Les limites du *sale & leaseback* résident dans le transfert conjoint des risques et des gains potentiels au seul profit de l'investisseur et à un moindre contrôle futur. S'agissant de constructions neuves, là où le secteur privé (ex le futur campus Engie) s'appuie plutôt sur des montages de vente en état futur d'achèvement (VEFA) assortis de baux en état futur d'achèvement (BEFA) auprès d'investisseurs pour se financer, l'Etat a parfois recours à des montages sous forme de partenariats public-privé. Ces montages permettent, en effet, de financer hors bilan dans certaines conditions, la construction d'un actif en contrepartie de loyers pendant des durées longues, loyers englobant à la fois le financement de la construction et la gestion/maintenance de l'actif. Ces montages ont été notamment utilisés pour le « Balardgone » du Ministère des Armées ou la Cité Judiciaire du Ministère de la Justice.

La structuration d'un véhicule dédié au portage des actifs immobiliers, **la « fonciérisation », est une alternative intéressante pour des opérations d'une certaine taille.** Elle offre de nombreux avantages. En effet ce type d'opéra-

tion permet de se financer, d'organiser le mode de détention et de contrôle de son immobilier dans la durée, de s'associer des partenaires professionnels et éventuellement de partager des gains futurs.

■ L'entreprise cédante peut moduler son niveau de participation dans la nouvelle structure afin de continuer à exercer un contrôle sur ses actifs stratégiques ou ne conserver qu'une participation minoritaire (<30%) dans le cas de la mise en place d'une foncière déconsolidante, voire sortir de manière phasée. On peut citer par exemple Cargo, une foncière créée en 2016 par Carrefour pour loger une partie de son patrimoine logistique et dans laquelle étaient entrés différents investisseurs institutionnels. Carrefour qui n'avait gardé qu'une participation minoritaire de 32% depuis 2016, vient de sortir de la foncière en 2019. De la même manière, la foncière Vesta créée par la SNCF lui a permis de monétiser un portefeuille résidentiel important (130 immeubles pour une valeur largement supérieure à 1 Md€) par apport d'actifs à un SPV dont le capital a été ouvert à hauteur de 80% tout en conservant un droit d'accès aux logements pour son personnel, instrument de mobilité important pour les jeunes cadres de la société. L'entreprise cédante peut également structurer un véhicule coté comme l'ont fait Carrefour avec la création de Carmila en 2015 ou Casino avec la création de Mercialis en 2005, structure initialement contrôlée dans laquelle Casino ne détient plus qu'une participation minoritaire.

■ L'opération de « fonciérisation » peut également être une structure dans laquelle l'entreprise conservera un contrôle sur ses actifs et sa stratégie immobilière en faisant

entrer des actionnaires minoritaires dans le cadre d'une foncière captive. Cette structuration donne lieu, cependant, à des enjeux de gouvernance parfois délicats notamment si l'entreprise est locataire des actifs tout en étant actionnaire majoritaire.

■ Enfin, l'entreprise peut également faire entrer des partenaires professionnels capables de l'accompagner dans la modernisation de son outil immobilier ou encore dans le développement de son patrimoine immobilier ou foncier. Dans ce dernier cas on parle de foncière de développement dans laquelle l'entreprise reste partenaire et intéressée aux gains futurs tout en s'appuyant sur les capitaux et les compétences de ses co-actionnaires. Sur cette dernière approche on peut citer par exemple l'annonce faite par in'li, filiale d'Action Logement spécialisée dans le logement intermédiaire, et AXA Investment Managers Real Assets concernant la création d'une foncière de développement afin de financer près de 20.000 logements intermédiaires neufs en Ile-de-France sous 10 ans. in'li conservera 25% du capital de la foncière de développement et apportera 5.800 logements existants et 4.000 logements en développement, l'objectif de production annuelle de la foncière étant par la suite de 1.500 logements par an.

De nombreuses stratégies d'externalisation immobilière peuvent être déployées afin de coller au plus près à la stratégie industrielle et financière des entreprises. Certaines d'entre elles possèdent un patrimoine immobilier et foncier présentant un fort potentiel de valorisation qui ne demande qu'à être exploité.