

Vincent Elriz et Gwendal Guillaume

HEC Paris

Majeure Finance : 2009/2010

Sujet :

L'externalisation de l'immobilier crée-t-elle de la valeur ?

*Mémoire de recherche sous la direction de
Yann le Fur*

Remerciements

Nous tenons à remercier Yann Le Fur, directeur de mémoire, pour son soutien et son accompagnement tout le long de notre recherche.

Nous voulons aussi remercier les professionnels du secteur immobilier que nous avons interviewés et qui ont largement enrichi notre réflexion sur le sujet :

- Antoine Aubry, qui a partagé avec nous son savoir d'investisseur immobilier et sa vision de l'externalisation,
- Stéphane Charlet, qui nous a donné une meilleure vision des problématiques sous-jacentes à l'externalisation immobilière pour un grand groupe hôtelier,
- Barthelemy Doat, qui nous a permis de comprendre l'optique des fonds d'investissement immobilier et le timing du marché immobilier aujourd'hui,
- Franck Doucet, qui nous a présenté l'activité des sociétés d'investissement immobilières cotées et leur influence au sein du marché de l'externalisation,
- Jacques Ehrmann, qui nous a aidés à structurer l'interprétation de nos résultats empiriques et à analyser en profondeur les risques de l'externalisation,
- Vincent Moulard, qui nous a permis d'avoir une vision plus fine de l'externalisation d'actifs immobiliers spécifiques et une meilleure connaissance du secteur de la santé,
- Giuseppe Zolzettich, qui nous a expliqué les avantages procurés par l'externalisation pour une entreprise.

Sommaire

Problématisation.....	5
L'état de la littérature actuel.....	6
Notre démarche	6
I. Les opérations d'externalisation.....	7
i. Mécanismes des différents types d'opération d'externalisation	7
a. Définition	7
b. Les différentes techniques d'externalisation	8
1. Les opérations de sale-and-leaseback	8
2. Les opérations de financement structuré.....	9
3. Analyse du risque et de la rentabilité exigée.....	10
c. Comptabilisation en norme IFRS/US GAAP.....	12
1. Principe de comptabilisation	12
2. Distinction entre baux opérationnels et financiers	12
3. Comptabilisation du bail financier en IFRS.....	13
4. Intérêt à la déconsolidation	14
ii. Un phénomène croissant	15
a. Développement des opérations de sale-and-leaseback.....	15
b. Une demande croissante des crédits-preneurs.....	17
c. Une demande croissante des crédits bailleurs	17
d. Perspectives du sale-and-leaseback.....	18
iii. Répartition des opérations de sale-and-leaseback	20
a. Par type d'investisseur	20
1. Définition de l'investissement immobilier.....	20
2. Principaux véhicules d'investissement immobilier en France	20
3. La financiarisation de l'immobilier.....	22
4. Les stratégies des fonds d'investissement.....	22
b. Par type d'actifs.....	24
c. Par zone géographique	25
II. Le sale-and-leaseback est créateur de valeur sous certaines conditions	27
i. Dans la théorie classique, la création de valeur vient de la réallocation des ressources	27
a. Dans la théorie classique, l'externalisation de l'immobilier serait un signal négatif	27
b. Explications dans le cadre de la théorie classique.....	28
c. L'impact sur le cours de bourse	29
ii. La prise en compte de l'inefficience partielle des marchés.....	30
a. L'inefficience partielle des marchés.....	30
b. Conséquences du constat d'inefficience du marché financier.....	30
1. Les actifs immobiliers sont souvent sous-valorisés	30
2. La préférence pour « la pureté des titres cotés »	31

3.	La possibilité d'un arbitrage sur le coût du financement	31
iii.	La valeur fiscale de l'opération	32
a.	Le régime fiscal français en matière d'externalisation de l'immobilier.....	32
1.	Déductibilité des loyers dans le régime de crédit-bail	32
2.	Droits de mutation et Taxe sur la valeur ajoutée (TVA).....	32
3.	Impôts sur la plus value.....	33
b.	Levier de création de valeur sur le plan fiscal.....	33
1.	L'économie d'impôts du crédit bailleur	34
2.	Acquisition de l'immobilier par une foncière dotée d'avantages fiscaux	36
iv.	Le timing du sale-and-leaseback	37
a.	Existe-t-il un timing optimal pour ce genre d'opérations ?.....	37
b.	Le timing du marché en avril 2010	38
III.	En pratique, la création de valeur n'est pas toujours vérifiée	40
i.	Résultats empiriques antérieurs et significatifs	40
ii.	Explication théorique de la destruction de valeur	42
a.	La valeur de l'entreprise reste inchangée lorsque la probabilité de faillite est nulle	42
b.	Réallocation et baisse de valeur	43
iii.	Analyse empirique : étude de sociétés comparables du secteur de la grande distribution alimentaire en Europe	45
a.	Présentation de l'échantillon de sociétés comparables.....	45
b.	Comparabilité de l'échantillon	47
c.	Synthèse des variables.....	48
d.	Analyse de rentabilité.....	49
e.	Analyse des multiples de valorisation	50
f.	Analyse du coût du capital	53
g.	Limites de l'analyse empirique	54
iv.	Interprétation des résultats empiriques.....	56
a.	L'augmentation du risque financier	56
1.	Les facteurs de risques financiers.....	56
2.	Un risque financier non perçu	57
b.	Les facteurs de risque opérationnel.....	60
	Conclusion.....	61

Problématisation

En Mars 2010, HSBC vendait les murs de son siège français avenue des Champs-Élysées, à un fonds d'investissement spécialisé, pour un montant de 400 millions d'euros. Autrefois propriétaire des 30 000 m² du site, la banque est désormais locataire.

Cette opération n'est qu'un exemple parmi d'autres. En effet, être propriétaire de ses murs, n'est plus aujourd'hui une nécessité pour l'entreprise. Le mouvement, véritablement amorcé depuis 1996 avec Suez et la Compagnie Générale des Eaux, puis avec EDF en 2001, a pris une ampleur considérable. Dans les esprits, l'externalisation de l'immobilier, est devenu une réelle source de financement, une solution alternative à part entière aux fonds propres, et à la dette bancaire.

En période de croissance, l'externalisation de l'immobilier permet à l'entreprise de financer de nouveaux projets, ou de réaliser des acquisitions. C'est dans cette perspective que Korian, une grande entreprise française du secteur des maisons de retraite, a récemment externalisé une partie de son patrimoine immobilier.

D'autre part, en période de crise, l'externalisation de l'immobilier se révèle être, un moyen privilégié de refinancement, ou de désendettement. En témoigne le cas de France Telecom, qui a vendu près de 3 milliards d'euros d'actifs immobiliers en 2001.

Toutes ces opérations d'externalisation ont été réalisées dans un contexte global de financiarisation et d'internationalisation de l'économie. C'est pourquoi, on peut penser que ces externalisations ont été réalisées pour créer à terme de la valeur. C'est-à-dire de réaliser « un ou des investissements dont le taux de rentabilité s'avère être supérieur aux taux de rentabilité exigé par les pourvoyeurs de fonds » (définition du livre de finance d'entreprise, Vernimmen).

La question qui se pose, est alors de déterminer si l'externalisation de l'immobilier, crée effectivement de la valeur et ce malgré l'impact sur le profil de risque d'une société qui l'entreprend ?

L'enjeu est considérable. En effet, selon CBRE, la valeur des actifs immobiliers détenus par les entreprises en Europe, est estimée aux alentours de 2 250 milliards d'euros. Par conséquent, il est de la responsabilité du financier d'entreprise de s'interroger sur les liens entre finance immobilière et création de valeur.

L'état de la littérature actuel

Depuis 20 ans les avantages et les inconvénients de l'externalisation immobilière ont été étudiés par de nombreux auteurs (notamment Louko, Fischer, Slovin,...), et ce principalement aux Etats Unis. Ces auteurs ont essentiellement traité la question de l'externalisation de l'immobilier à travers l'opération de sale-and-leaseback. En ce qui concerne les résultats de ces études, les auteurs restent partagés. Certains mettent en avant la capacité des entreprises à réinvestir la trésorerie dégagée dans des projets créateurs de valeur. D'autres, au contraire, mettent l'accent sur le signal négatif induit par l'externalisation de l'immobilier, et l'augmentation du coût de la dette.

Notre démarche

Pour déterminer si l'externalisation de l'immobilier crée effectivement de la valeur, nous nous sommes concentrés sur les transactions en Europe, et nous avons adopté une démarche en trois temps.

Tout d'abord nous nous sommes attachés à comprendre quels étaient les mécanismes d'externalisation de l'immobilier et leurs évolutions récentes en Europe. Dans un deuxième temps, nous avons essayé, en nous appuyant sur les thèses existantes, de comprendre comment et à quelles conditions l'externalisation de l'immobilier peut créer de la valeur. Enfin, nous avons établi des corrélations entre le niveau de valorisation de l'entreprise, et la valeur de ses actifs immobiliers non externalisés, ce qui nous a permis d'apporter une interprétation sur les risques financiers et opérationnels impliqués par l'externalisation.

I. Les opérations d'externalisation

i. Mécanismes des différents types d'opération d'externalisation

a. Définition

Selon Jérôme Barthélemy, l'externalisation peut être définie comme « le fait de confier une activité et son management à un fournisseur ou à un prestataire extérieur plutôt que de la réaliser en interne ». L'externalisation de l'immobilier revient pour une entreprise, à céder une partie voire l'ensemble de son portefeuille d'actifs immobiliers, dans le but de devenir locataire par la suite. L'externalisation de l'immobilier peut porter sur :

- La gestion administrative et juridique (« Property management ») : encaissement du loyer et des charges, facturation,...
- Le suivi technique des bâtiments (« Facility management ») : entretien des espaces verts, des services privatifs, etc...
- Le transfert de la propriété des actifs, en sortant les immeubles du bilan de la société (« Asset management »)
- L'externalisation de la maîtrise d'ouvrage des immeubles, dans le cadre notamment de la réhabilitation des actifs

Les opérations d'externalisation de l'immobilier peuvent parfois cumuler ces quatre aspects. Ce cumul est à la discrétion du locataire : le groupe Accor externalise par exemple le Property et l'Asset Management. Cependant, le groupe conserve le Facility Management, car il est stratégique dans le secteur hôtelier.

L'externalisation d'actifs immobiliers, doit être distinguée de la vente d'actifs immobiliers. En effet, la cession d'actifs immobiliers relève d'un simple arbitrage patrimonial. Elle porte souvent sur des actifs qui ne sont pas indispensables à l'activité de l'entreprise, et dépend en majeure partie des cycles immobiliers. Le résultat est une opération classique de cession ou de désinvestissement. Sont concernés, soit les titres de sociétés détenant des actifs immobiliers, soit les actifs immobiliers détenus directement par la société. C'est le cas, par exemple, de la cession par Carrefour de ses galeries commerciales en Italie à Klépierre en 2005. Ces actifs, d'un montant de 152 millions d'euros, ne faisaient pas partie du cœur de métier de Carrefour. Cette vente était avant tout un arbitrage d'actifs. L'externalisation porte au contraire sur des actifs d'exploitation, et s'accompagne d'un contrat longue durée de location auprès de l'investisseur.

b. Les différentes techniques d'externalisation

L'externalisation de l'immobilier peut prendre différentes formes juridiques et financières. Jean Pascal Bus, dans son article « Schéma des différents modes d'externalisation immobiliers » publié dans la revue Lettres du Droit distingue six modes d'externalisations d'immeubles qui sont :

- La cession et bail commercial
- Le leaseback
- Le prêt avec antichrèse ou hypothèque
- La cession d'usufruit
- La vente à réméré
- Le transfert de créance de loyer

La dénomination d'externalisation regroupe ainsi une grande variété de procédés juridiques. Ces procédés peuvent être regroupés en deux grandes catégories :

- Les opérations de sale-and-leaseback
- Les opérations de financements structurés

1. Les opérations de sale-and-leaseback

Ces opérations se déclinent de la façon suivante :

i) La cession et bail commercial : l'opération consiste pour une entreprise à céder tout ou partie de son actif immobilier. L'entreprise reste locataire de ses locaux, via un bail commercial classique. Contrairement à l'opération de leaseback, le locataire ne bénéficie pas d'une option d'achat à la fin du bail.

ii) Le leaseback : C'est un financement par crédit bail. Il consiste, pour une entreprise, à faire acquérir par une société de crédit bail, un immeuble dans le but de se le faire louer, en tant que locataire. La période du bail est généralement prévue pour une longue durée : 15 à 20 ans généralement. A l'issue de la période de bail, le locataire bénéficie d'une option d'achat sur l'immeuble. Le plus souvent, le prix d'exercice est dérisoire (1€), ce qui amène le locataire à exercer systématiquement son option. Compte tenu de cette possibilité, le loyer est plus élevé que pour une location classique. C'est sur cette opération que se concentrera notre recherche empirique et théorique et que nous dénommerons « sale-and-leaseback ».

2. Les opérations de financement structuré

Les opérations de financement structuré peuvent aussi être analysées comme des formes d'externalisation immobilières.

i) Le prêt avec hypothèque : Prêt avec droit réel accessoire conféré à un créancier sur un bien de l'emprunteur, afin de garantir le paiement du prêt. En cas de défaut de l'emprunteur, le créancier bénéficie d'un droit de préférence et d'un droit de suite sur le bien hypothéqué. Contrairement à l'antichrèse, l'emprunteur n'est pas dépossédé du bien.

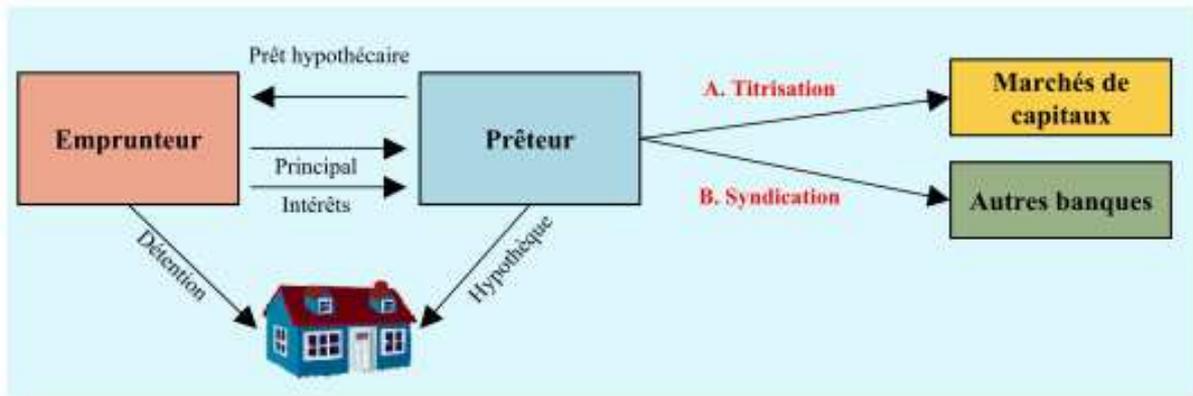
ii) Le prêt avec antichrèse : Le prêt est garantie par un immeuble dont l'emprunteur bénéficie pendant la durée du prêt, ce qui lui permet d'en percevoir les fruits. Comme pour l'hypothèque, l'emprunteur jouit d'un droit de préférence et de suite sur l'actif immobilier.

iii) La vente à réméré : Egalement appelée « vente avec faculté de rachat », son fonctionnement provient de l'article 1659 et suivants du Code Civil, qui stipule que « la faculté de rachat ou de réméré est un pacte par lequel le vendeur se réserve le droit de reprendre la chose vendue, moyennant la restitution du prix principal et le remboursement de frais. ». La période pendant laquelle le rachat est possible ne peut excéder 5 ans.

iv) La cession d'usufruit : Cession de l'usufruit, par l'entreprise, à un tiers, tout en conservant le droit de propriété. L'entreprise cédante impose alors au cessionnaire un bail commercial d'occupation des locaux.

v) Le transfert de créances de loyers : L'entreprise souhaitant externaliser son immobilier peut choisir de conclure des baux commerciaux avec ses filiales dans le but de céder ses créances à un investisseur tiers. L'entreprise est rémunérée par un apport de cash immédiat.

vi) La titrisation : La titrisation consiste à vendre le bien immobilier, pour le montant de ses cash flows actualisés, à un véhicule juridique ad hoc, dit SPV (special purpose vehicle). Le SPV est financé par l'émission de titres sur les marchés de capitaux, ou directement auprès de banques. Le SPV paie les intérêts et rembourse les investisseurs grâce aux remboursements versés par l'emprunteur au SPV. Le SPV est généralement noté par une agence de rating.



Source : Morgan Stanley

3. Analyse du risque et de la rentabilité exigée

Le risque intrinsèque de l'actif immobilier est indépendant de sa structure de financement (Modigliani et Miller). Cependant, dans le cadre d'une opération d'externalisation, le risque pris spécifiquement par chaque pourvoyeur de fonds, par rapport à l'actif sous-jacent, va varier selon la nature des sûretés, et le mode de rémunération. Conformément à la théorie financière, le taux de rentabilité exigé par chaque investisseur/créancier va donc varier lui aussi. L'externalisation de l'immobilier si elle change la structure de financement de l'actif, modifiera ainsi le taux de rentabilité exigé par les différentes catégories de pourvoyeurs de fonds.



Nous rappelons ici brièvement, les risques propres à chaque titre financier, indépendamment de la nature spécifique du patrimoine ou de la nature de l'actif sous-jacent.

i) Capitaux propres

Les capitaux propres sont les titres financiers les plus exposés aux risques de l'entreprise. Ils ne bénéficient pas de garanties particulières. En contrepartie, l'espérance de rentabilité est celle qui est la plus élevée.

ii) Le prêt hypothécaire/avec antichrèse

Le coût de financement est généralement plus élevé que celui de la dette financière, car le prêteur ne bénéficie pas d'un recours sur l'intégralité du patrimoine mais seulement sur un immeuble, qui présente les risques fondamentaux inhérent à un actif réel (il peut se détériorer suite à un défaut de construction ou à la présence d'amiante, etc...). D'autre part, si le transfert de propriété n'a pas été effectivement réalisé, le créancier risque de ne pas voir ses sûretés hypothécaires se réaliser.

iii) La dette financière : bancaire/obligataire

Le créancier bénéficie d'un recours sur l'intégralité du patrimoine de l'emprunteur. Ce qui assure une surface financière plus importante. Cependant, le créancier risque de se trouver subordonné à d'autres prêteurs qui bénéficieraient de sûretés/garanties spécifiques sur certains actifs, ou à d'autres créanciers plus seniors. Le coût de la dette bancaire/obligataire dépendra du rang de séniorité du créancier et des garanties qui lui seront accordées.

iii) Le crédit bail

Le crédit-bail s'apparentant au sale-and-leaseback assure une bonne protection au créancier, notamment en cas de procédure collective. En effet, la réserve de propriété dont peut se prévaloir le créancier est opposable aux tiers. En cas de défaut du crédit-preneur, elle permet au créancier d'obtenir la restitution de l'immeuble pour le vendre, ou pour le louer une seconde fois. Cependant, l'emprunteur se retrouve dans ce cas avec un actif unique, avec un risque spécifique élevé.

La rentabilité exigée par les pourvoyeurs de fonds, dans le cadre d'un crédit-bail, dépend de la qualité du signataire, de la nature du sous-jacent, des sûretés accordées, mais aussi, et indépendamment du risque de l'opération, de l'appétence du marché pour ce type d'investissement.

En théorie, le coût d'un financement par crédit-bail est inférieur à celui d'un prêt hypothécaire, car la sûreté est garantie par le transfert de propriété.

Dans la suite de notre étude, nous nous attacherons à étudier les opérations du type sale-and-leaseback dont la méthode de comptabilisation au bilan doit être prise en compte pour comprendre le caractère déconsolidant de l'opération.

c. Comptabilisation en norme IFRS/US GAAP

1. Principe de comptabilisation

Lors d'une opération d'externalisation de l'immobilier, l'entreprise souhaite déconsolider le bien pour « alléger » son bilan. Cette déconsolidation est régie par des normes comptables selon le référentiel US GAAP aux Etats-Unis ou IFRS pour les comptes consolidés en Europe. Pour ces deux référentiels, les textes opposent baux opérationnels, avec location simple, et baux financiers, caractérisés par un transfert de propriété réel, i.e. des risques et des rémunérations.

Les baux opérationnels sont souvent des opérations de location à court terme, résiliable par le locataire pendant le bail. Quant aux baux financiers, ils prévoient un contrat dont la durée s'étend sur la majeure partie de la vie économique de l'actif, et ne peuvent pas être annulé, à moins que le bailleur ne soit indemnisé. Seulement si la location est considérée comme un bail financier, la valeur actualisée des loyers devra apparaître au bilan, au même titre que de la dette classique d'où l'importance de comprendre la distinction.

2. Distinction entre baux opérationnels et financiers

Un bail est considéré comme financier, s'il transfère la majeure partie du risque lié à la valeur résiduelle au locataire. Donc les baux dont le risque lié à la valeur résiduel est porté par le bailleur sont classés comme étant opérationnels.

Selon les normes IAS 17, du référentiel IFRS, un bail est considéré comme financier si une des conditions suivantes est remplie :

- La propriété du bien est automatiquement transférée au locataire à la fin du bail
- Le locataire a une option d'achat au terme du bail, qui laisse raisonnablement penser que le locataire exercera son option compte tenu du prix d'exercice
- Le bail couvre sur la majeure partie de la vie économique de l'actif
- A la conclusion du contrat, la valeur actualisée des loyers minimum devant être versés par le locataire est environ égale à la valeur du bien
- L'actif loué est spécifique au locataire, et ne peut être loué à un tiers sans modification majeure

D'autres situations, en normes IAS 17 peuvent également conduire à classer un bail comme financier :

- Les gains et les pertes liées à l'appréciation/la dépréciation de la valeur de marché de l'actif immobilier reviennent au locataire
- Le locataire a la possibilité de renouveler son bail à un niveau de loyer inférieur à celui du marché
- Si le locataire est autorisé à annuler le bail, les pertes du bailleur sont supportées par le locataire

En normes US GAAP, un bail est répertorié comme financier selon des critères similaires même si à la différence des normes IFRS, les règles définissent des seuils chiffrés :

- Le bail transfère la propriété du bien avant son expiration
- Le locataire peut acheter l'actif à un prix dérisoire à la fin du bail
- Le bail couvre sur une durée supérieure à 75% de la durée de vie économique du bien
- La valeur actualisée du bail est supérieure à 90% de la valeur de l'actif.

3. Comptabilisation du bail financier en IFRS

En normes IFRS, le bail financier est pris en compte de la manière suivante :

i) Il doit être inscrit au bilan avec comme montant le minimum entre :

- La valeur des loyers futurs actualisés, et,
- La valeur de marché du bien (avec comme taux d'actualisation, le coût de la dette implicite, ou à défaut, le coût moyen de la dette de l'entreprise)

ii) Le paiement des loyers doit être réparti entre les intérêts financiers et la réduction du passif

iii) L'amortissement doit être cohérent avec la durée de vie de l'actif

iv) Enfin, le paiement du loyer est entièrement déductible.

Le bail opérationnel quant à lui n'apparaît pas au bilan et le loyer est déductible à 100% du résultat.

4. Intérêt à la déconsolidation

Certains directeurs financiers ont pu voir dans la location l'avantage du financement hors bilan. En effet, alors qu'un endettement bancaire ou obligataire nécessite d'être inscrit au passif de l'entreprise, la location financière, équivalente d'un point de vue financier à de l'endettement, n'apparaîtrait pas au bilan ce qui allège la valeur comptable de l'actif économique, et améliore les indicateurs de performances comptables comme la rentabilité de l'actif économique. D'autre part, lorsqu'une entreprise obtient un financement hors bilan, les mesures conventionnelles et peu fouillées d'endettement comme le ratio dette bancaire/EBITDA ne reflète plus la véritable situation de l'entreprise. Et même, si les financements hors bilan sont répertoriés en annexes, cette forme d'endettement a pu pendant un temps échapper à certains analystes.

De plus, lorsqu'une entreprise contracte de la dette, elle doit souvent respecter des covenants. Or, il fut un temps où certaines obligations n'indiquaient aucune contrainte en matière de location financière. Les locations financières étaient alors un moyen de contourner les contraintes imposées par les créanciers. Cependant, ce vide juridique a depuis été comblé, et désormais la plupart des obligations intègre des contraintes liées aux locations financières.

La déconsolidation, et l'amélioration éventuelle d'indicateurs comptables ne sont pas créatrices de valeur et sont le résultat d'artifices comptables. C'est pourquoi nous écartons le traitement comptable des sources potentielles de création de valeur. En effet, ce genre de procédés trompe de moins en moins le marché, les locations financières étant désormais généralement prises en compte par les analystes.

ii. Un phénomène croissant

a. Développement des opérations de sale-and-leaseback

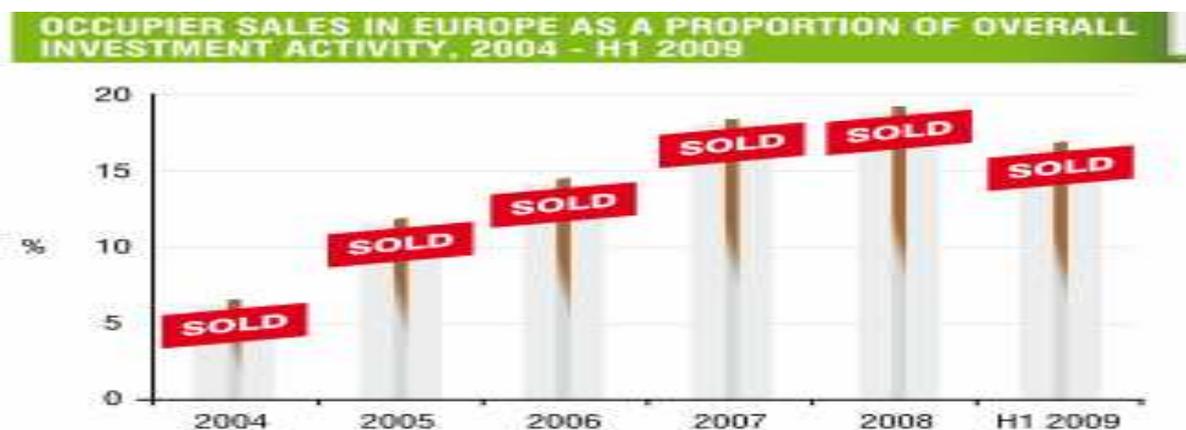
Le sale-and-leaseback a été introduit pour la première fois par les magasins Safeway en 1936, aux Etats-Unis. En Europe, le procédé a commencé à se développer dans les années 80. Ces opérations portaient principalement sur des actifs immobiliers détenus par l'Etat, et quelques initiatives privées. Déjà à cette époque, les différents acteurs économiques cherchaient des ressources pour se développer ou se désendetter. C'est le cas par exemple de Renault, qui a réalisé au cours des années 80, des opérations de sale-and-leaseback au profit de Sicomi.

Cependant, ces opérations étaient généralement isolées, et ce n'est qu'à partir des années 90, que le phénomène s'est vraiment développé en Europe. Le premier à inaugurer le mouvement a été l'Etat anglais. Dans un contexte de réduction des déficits et d'optimisation des ressources, il a, dès le milieu des années 90, amorcé des mouvements de transfert du secteur public vers le secteur privé. Ces externalisations ont été accompagnées de contrats de longue durée d'entretien et de maintenance, et ont principalement concerné le ministère de la Défense, le Trésor public, ou encore le « Home Office ».

Le mouvement engagé avec succès par le gouvernement britannique a servi d'exemple pour le secteur public d'autres pays européens, mais aussi pour le secteur privé. En France, les premières grandes opérations d'externalisation d'actifs immobiliers (comme celles de Suez ou de la Compagnie Générale des Eaux) ont vu le jour à partir de 1996 et la fin de la crise immobilière. Le mouvement a été prolongé par l'externalisation d'actifs immobiliers d'anciens monopoles d'Etat (France Telecom et EDF) au début des années 2000. A la même époque, on assiste également à la cession de 167 centres commerciaux par Carrefour au profit de Klépierre pour un montant total de 1,5 milliards d'euros. Ces opérations d'envergure continuent d'alimenter le marché aujourd'hui. En témoigne, les récentes opérations d'externalisations menées par Accor, Décathlon, Casino, ou encore la Poste Immo.

Selon CBRE, à l'échelle européenne, les sale-and-leaseback ont progressé en valeur de 326% entre 2004 (6,7 milliards d'euros) et 2008 (22,5 milliards d'euros), et sont passés de 6% du montant total des investissements européens à presque 20%. Alors que les montants de 2004 étaient principalement liés à un petit nombre de grandes transactions, l'année 2008 a été marquée par 750 transactions indépendantes.

Par ailleurs, la part du sale-and-leaseback dans le montant total des investissements européens n'a cessé d'augmenter depuis 2004 (sauf au premier semestre 2009), ce qui laisse penser que le sale-and-leaseback est devenue structurellement une opération incontournable dans l'univers de l'investissement européen.



Source : CBRE

En 2009 le secteur financier et de la grande distribution ont été très actif dans ce domaine.

TOP 10 EU-15 CORPORATE SALES BY VALUE, H1 2009

Vendor	Country	Name/Address	Main Use	Value (€m)	Purchaser	Main Purchaser Type	Purchaser Nationality
UniCredit Real Estate (group of UniCredit Bank)	Italy, Nationwide	180 properties portfolio of Bank branches	Retail	530	Fimit Fund Immobiliare	Other Collective Vehicle	Italy
Tesco Plc	UK, Nationwide	Gold Portfolio	Retail	525	Tesco Pension Fund/Tesco Plc	Institutional Fund	UK
CASINO	France, Nationwide	Portfolio	Retail	334	MERCIALYS	Property Company	France
McArthurGlen	Italy, Barberino	Barberino Designer Outlet	Retail	125	Henderson European Outlet Mall Fund	Other Collective Vehicle	UK
Caixa Catalunya	Spain, Nationwide	Portfolio	Retail	110	Various Private Investors	Private	Spain
Chia Laguna Resort S.P.A	Italy, Cagliari	Chia Laguna Resort	Hotel	83	Fondo Cosimo (Castello sgr)	Other Collective Vehicle	Italy
BBVA	Spain, Barcelona	Plaza de Catalunya 5	Office	82	Deka ImmobilienGlobal	Other Collective Vehicle	Germany
Starman Hotels	UK, Central London	Le Meridien Piccadilly	Hotel	76	Private Egyptian client	Private	Egypt
Caixa Catalunya	Spain, Barcelona	3 properties portfolio in Barcelona	Multi-use portfolios	59	Caboel	Private	Spain
Banco Pastor	Spain, Madrid	Banco Pastor	Office	52	Garcia Baquero	Private	Spain

Source : CBRE

b. Une demande croissante des crédits-preneurs

De 2004 à 2007, le sale-and-leaseback est devenu de plus en plus populaire chez les crédit-preneurs du fait de la valorisation élevée des actifs immobiliers. Le sale-and-leaseback était alors le moyen d'extérioriser une plus-value latente, par rapport à la valeur comptable sous-évaluée, inscrite au bilan. D'autre part, le sale-and-leaseback représentait de nouvelles ressources financières pour des entreprises soucieuses d'investir, et de développer leur cœur de métier.

Avec la crise, compte tenu du tarissement des sources de financement classiques, et de l'augmentation du coût de la dette, un grand nombre d'entreprises ont également eu recours au sale-and-leaseback malgré la chute des prix du marché immobilier,

Vendre les murs de son entreprise pour en devenir locataire aurait pu paraître étrange, il n'y a pas encore si longtemps. Cependant, on observe un changement des mentalités. Selon Patrick Henniquau, président de Banimmobilier France : « Les acteurs prennent aujourd'hui conscience que l'immobilier, pour être valorisé, doit être confié à des professionnels, et que sa séparation de l'exploitation est un bon moyen de retrouver du cash pour relancer cette exploitation ».

D'autre part, les avantages fiscaux ont également contribué au succès du sale-and-leaseback chez les crédits preneurs. Les véhicules d'investissement transparents fiscalement ont largement participé au développement du sale-and-leaseback. Stéphane Illouz, avocat associé du cabinet De Pardieu, nous explique ainsi que « la création du statut des SIIC a largement contribué à l'augmentation des externalisations ». En outre, depuis quelques années, la plus-value de cession est taxée à un taux réduit lors de la cession à une société foncière règlementée. Ce qui incite de plus en plus d'entreprises à franchir le pas.

c. Une demande croissante des crédits bailleurs

Le sale-and-leaseback est un produit qui a connu un fort succès auprès des investisseurs durant ces dernières années. Les baux sont généralement longs (15 à 20 ans), et offrent une performance stable, assimilable au rendement obligataire. Les taux sont dans l'ensemble élevés, (ils peuvent atteindre 8 à 9% selon Colliers International sur les actifs les plus spécifiques) et la créance est généralement protégée par de nombreuses clauses contractuelles. D'autre part, le crédit-bailleur est également protégé par le transfert de propriété, qui lui permet de saisir définitivement le bien, si le contrat n'est pas respecté par le crédit-preneur.

Enfin, avec le changement des mentalités, l'externalisation de l'immobilier n'est plus réservée aux seules entreprises en difficulté. Des signatures de qualité sont désormais disponibles sur le marché.

Les investisseurs comme les fonds de pension et les sociétés d'assurances dont les horizons d'investissement sont parfois supérieurs à 20 ans se révèlent être particulièrement intéressés par ces engagements de long terme, et ces clauses protectrices. Leur appétit est tel que ces investisseurs institutionnels participent aujourd'hui à 30% des transactions de sale-and-leaseback en valeur alors qu'ils représentent moins de 20% du marché de l'investissement immobilier. D'ailleurs, cette participation est susceptible d'augmenter en 2010. Produit financier autant qu'immobilier, le crédit-bail bénéficie d'un sous-jacent tangible. Le bien est clairement localisé, non délocalisable. D'autre part, le crédit-bail a l'avantage de voir son sous-jacent mécaniquement valorisé avec l'inflation, ce qui lui apporte une garantie supplémentaire.

Enfin, la création de nouveaux véhicules d'investissement (SIIC en 2002, OPCI en 2008) a également contribué à moderniser l'épargne immobilière, et à augmenter la taille des fonds. Fiscalement transparents, ces véhicules d'investissement ont permis d'aligner le rendement net sur le rendement brut, ce qui s'est traduit par une marge de manœuvre complémentaire de 20% sur l'offre de prix des actifs immobiliers.

d. Perspectives du sale-and-leaseback

Les analystes estiment que le marché du sale-and-leaseback en 2010 et 2011 devrait continuer à se développer. En effet, selon Daniel White, spécialiste des fonds immobiliers à l'IEIF, « l'externalisation devrait monter en puissance. Il n'y a aucune raison pour que ça s'arrête, d'autant que l'offre de véhicules s'est étendue. La crise entraîne le besoin immédiat de trésorerie. Dans ce contexte, le crédit-bail est un modèle qui opère un retour : il permet de dégager du cash sur le court terme pour rembourser ses dettes, ce qui est de plus en plus urgent dans le contexte actuel, pour redevenir ensuite propriétaire à long terme ». Le marché devrait être d'autant plus porteur que les mentalités devraient continuer à évoluer dans les années à venir.

L'enjeu de l'externalisation des actifs immobiliers est de taille. En effet, selon CBRE, la valeur de l'immobilier détenu par les entreprises européennes s'élève aux alentours de 2250 milliards d'euros, soit environ 12 fois le niveau moyen d'investissement immobilier européen sur les 5 dernières années.

D'autre part, toujours selon CBRE, un certain nombre de fonds d'investissement immobiliers, après être restés silencieux pendant la crise, sont en phase active de recherche d'opérations de sale-and-leaseback. Ils chercheraient en effet à bénéficier à la fois du rétablissement de la situation des entreprises et du rebond du marché immobilier.

Enfin, certains observateurs estiment que le marché du sale-and-leaseback pourrait être animé en 2010 par la cession d'actifs spécifiques. Ainsi, le groupe du secteur de la dépendance Orpéa a annoncé un objectif de cession de maisons de retraite de 80 à 120 millions d'euros par an pour les années à venir. La Poste, a annoncé quant à elle, après avoir externalisé 6 plates formes industrielles, réfléchir à externaliser les murs de 2000 bureaux de poste. Enfin, l'Etat français s'est fixé un objectif de 900 millions d'euros de vente d'actifs pour 2010. Première opération de l'année, le siège de Météo France, a été cédé à la Fédération de Russie.

iii. Répartition des opérations de sale-and-leaseback

a. Par type d'investisseur

1. Définition de l'investissement immobilier

L'investissement immobilier peut être défini comme une prise de participation, directe ou indirecte, dans des biens immobiliers. L'investissement direct consiste à prendre directement des parts dans des actifs immobiliers. L'investissement indirect consiste quant à lui à détenir des actifs immobiliers au travers de titres via un circuit financiarisé.

Cette détention indirecte est rendue possible grâce à des véhicules d'investissement, qui peuvent être définis comme des structures collectives dont l'objet social est l'investissement et la gestion, associant à la fois capitaux et compétences. Ils permettent l'investissement à une catégorie de population plus large, et offrent une palette d'opportunités que l'investissement direct n'ouvrirait pas. De manière générale, l'investissement immobilier indirect est caractérisé par une gestion fractionnée, mutualisée, et déléguée.

L'immobilier a toujours été une classe d'actif éminemment populaire, compte tenu de sa visibilité et de sa pérennité. Déjà à Venise, les riches commerçants, au fur et à mesure qu'ils s'enrichissaient, convertissaient progressivement leurs biens en actifs immobiliers, afin de déplacer leur profil patrimonial sur la courbe rendement/risque, vers plus de sécurité. L'investissement indirect via des pools d'investissement a permis de démocratiser ce type de placement.

Deux grandes catégories se présentent à l'investisseur. D'une part, l'immobilier coté que l'on retrouve avec les foncières cotées ou les fonds de fonds. D'autre part, l'immobilier non coté, avec les fonds d'investissement. Dans les deux cas, le sous-jacent est identique. Cependant, en plus de l'exposition au marché de la pierre, l'immobilier coté est soumis aux aléas de la bourse.

2. Principaux véhicules d'investissement immobilier en France

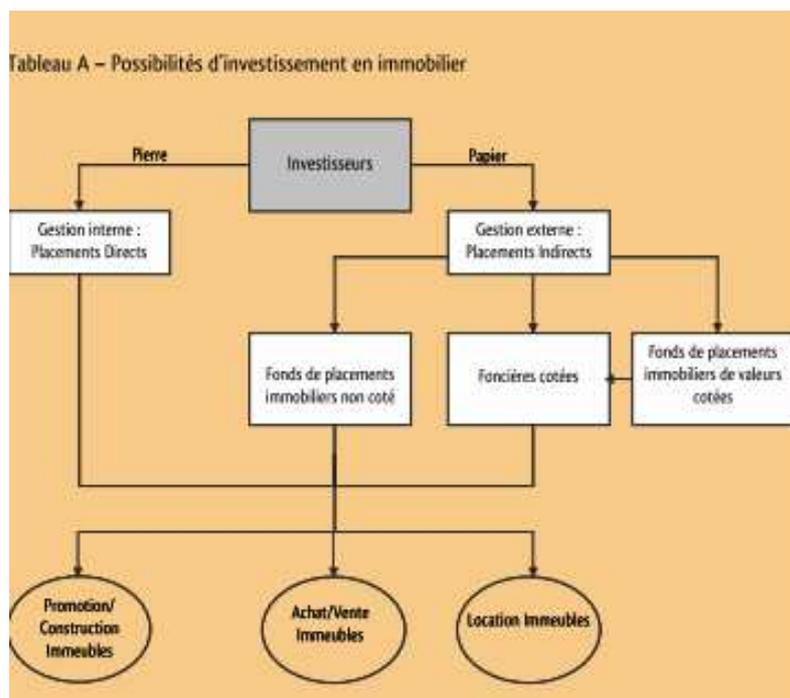
Il existe 4 types de véhicules d'investissements immobiliers. Le plus populaire est la SIIC. SIIC signifie « Société d'Investissement Immobilier Cotée ». Inspirée des REITs américains, la SIIC est une société foncière cotée bénéficiant d'un régime fiscal particulier. En tant que foncière, son métier consiste à investir ses capitaux dans la construction ou l'acquisition d'immeubles en vue de leur location. Elle commercialise ses immeubles, les valorise, les entretient et, les vend pour en acheter d'autres. Ses revenus sont les loyers collectés et, les plus-values sur les immeubles cédés. D'autre part, ces sociétés d'investissement sont exonérées d'impôt sur les sociétés. Les dividendes sont uniquement

imposés entre les mains des actionnaires qui les perçoivent. En contrepartie de ce statut fiscal favorable, les SIIC ont l'obligation de distribuer 85 % des bénéfices exonérés provenant des opérations de location et 50 % des bénéfices exonérés provenant des cessions. Les plus-values potentielles dégagées par les entreprises qui apportent des immeubles à des SIIC sont imposées au taux forfaitaire de 16,5 % (« exit tax »), et non aux conditions habituelles de taxation des plus-values immobilières, beaucoup plus lourdes (33,1/3 %). Cet avantage incite les entreprises à se désengager de leur patrimoine qui immobilise leurs fonds propres.

Les SICAV immobilières sont des structures d'investissement collectives proposées par des établissements financiers, aux particuliers souhaitant investir dans des titres de sociétés cotées. Avec le succès des foncières (particulièrement celui des SIIC), les SICAV immobilières n'ont pas atteint une taille réellement significative. En effet, le public a jugé les foncières suffisamment utiles et accessibles pour pouvoir se passer des SICAV immobilières.

Les SCPI ont également pour objet la détention patrimoniale. Créées en 1972, elles sont fiscalement transparentes. La SCPI est très proche de la SIIC, à la différence que la SIIC doit être obligatoirement cotée tandis que la SCPI peut ne pas l'être.

Enfin, l'OPCI, créée en 2007, inspirée du cadre juridique des OPCVM, permet désormais de fédérer sous une même structure, l'investissement direct immobilier, et les 2 types d'investissement indirects que sont la SIIC et la SCPI. L'OPCI est un véhicule d'investissement du type fonds de fonds. L'outil permet de dépasser l'opposition entre placements indirects et placements directs en permettant une coexistence des 2 profils.



Source : Seeds finance

3. La financiarisation de l'immobilier

Pour beaucoup d'investisseurs, l'immobilier a longtemps signifié des rendements modestes, de longue durée de détention, et des risques modérés. L'immobilier en paraissait presque ennuyeux compte tenu de sa fixité. C'est pourquoi, pendant longtemps, l'immobilier n'a guère retenu l'attention des investisseurs financiers. Cependant, la création de nouveaux véhicules juridiques permettant à l'immobilier de devenir plus liquide, ainsi que l'apparition de nouvelles stratégies (opportuniste notamment), et de nouveaux produits (Hedge Funds, produits dérivés,...) a permis, de dépasser ces inconvénients.

D'autre part, le développement croissant de l'épargne des ménages en Europe et le financement des retraites garantissent aux collecteurs d'épargne des volumes importants d'investissement. L'immobilier, en tant qu'actif tangible, protégé contre l'inflation, avec des flux de trésorerie longs, a alors suscité l'intérêt de plus en plus d'investisseurs.

Enfin, la baisse de rendements des classes d'actifs traditionnels, a encouragé les investissements dans l'immobilier. En effet, à titre d'exemple, selon Seeds Finance, les placements immobiliers ont surperformé les obligations ces dernières années pour un risque similaire. Par ailleurs, les actifs immobiliers étant faiblement corrélés aux classes d'actifs traditionnelles, ils demeurent une alternative aux marchés boursiers, et une source de diversification pour les investisseurs.

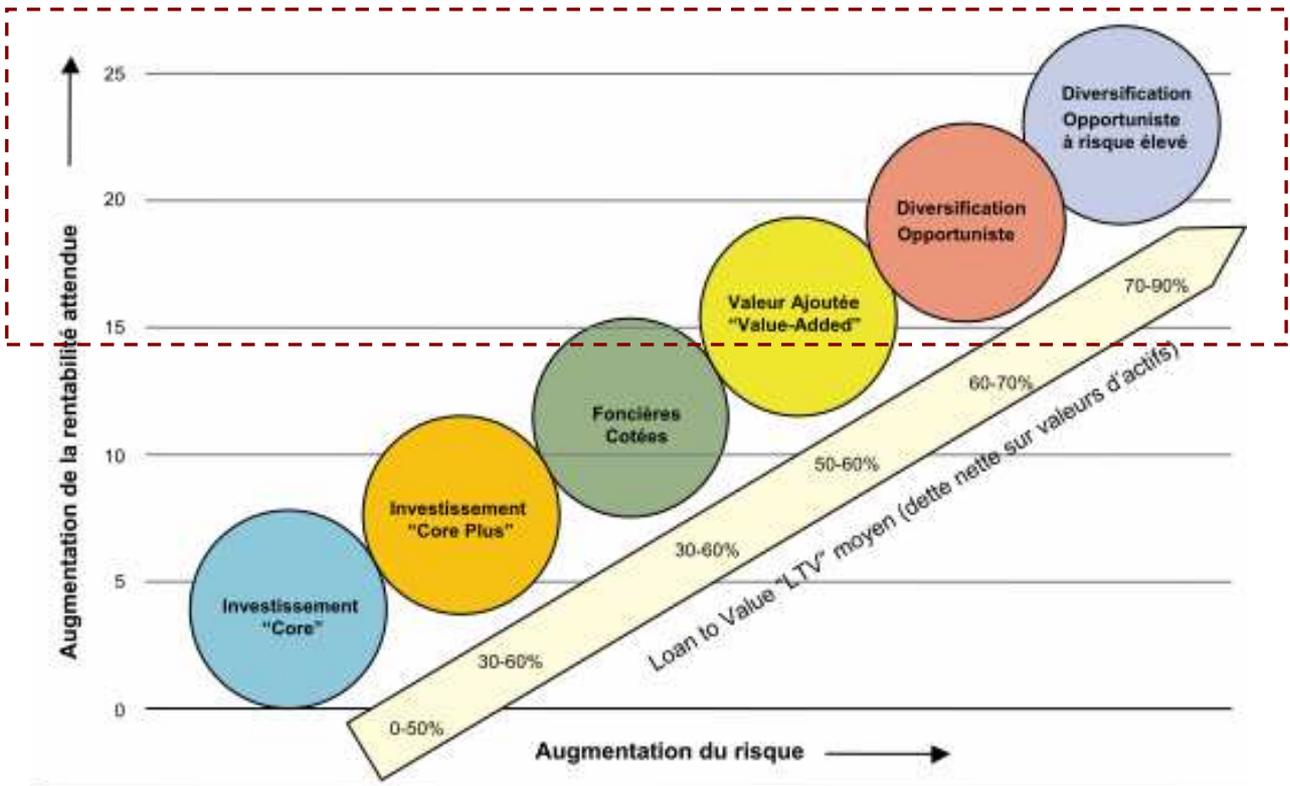
4. Les stratégies des fonds d'investissement

Les fonds sont classés selon :

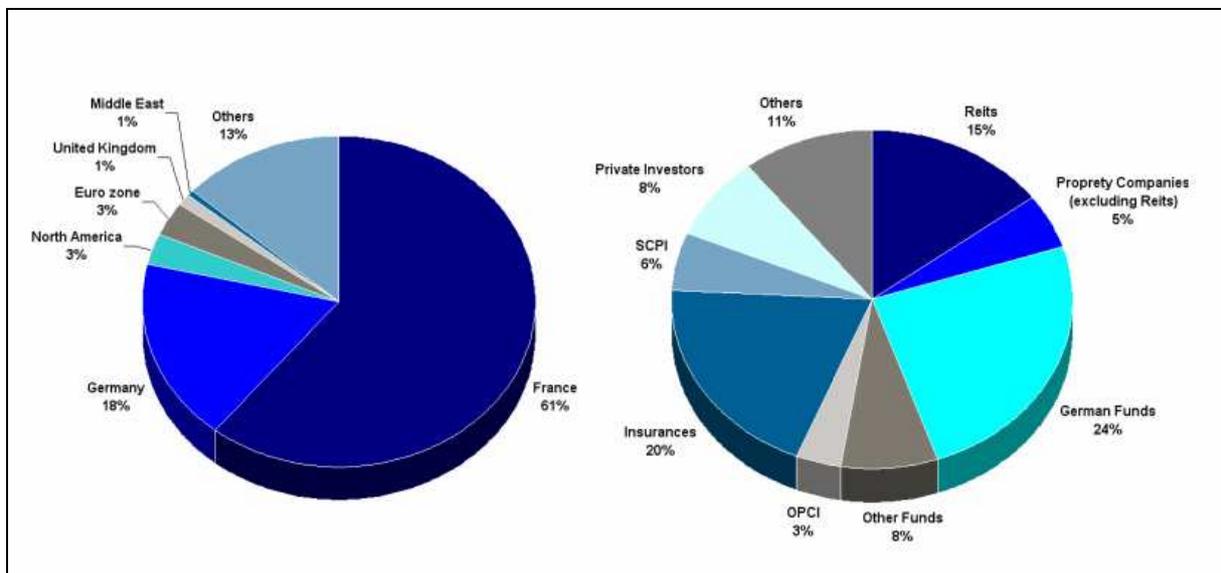
- Leur taille
- Leur degré de spécialisation
- Leur ouverture (Appel public à l'épargne/clubs d'investisseurs)

Types d'investisseurs	
Les véhicules non cotés	Les véhicules cotés
<ul style="list-style-type: none">• Fonds opportunistes• Fonds de pension / companies d'assurance• Promoteurs - Investisseurs• Banques / institutions financières• Sociétés• Personnes privées	<ul style="list-style-type: none">• Foncières• Fonds ouverts (Sicav, FCPI...)

Ces acteurs ont des stratégies et des objectifs différents. Certains ont des stratégies dite « core » avec des objectifs de rendement inférieurs à 10%, d'autres sont des fonds « opportunistes » avec des exigences de rentabilité supérieure à 15% et des ratios Loan-to-Value de plus de 65% comme l'indique le graphique suivant.



5. Fonds et investissement immobilier en France



Le marché français est attractif pour des raisons structurelles, particulièrement en Ile de France. En effet, le marché de l'Ile de France est très protégé car le foncier y est rare. Cependant, de nouvelles opérations d'immeubles de bureau sont régulièrement lancées. C'est pourquoi le marché immobilier français continue à attirer autant les investisseurs étrangers.

Les fonds ouverts allemands sont très présents en France, principalement à travers des actifs de bureau « prime » situés en région parisienne. Ces fonds ouverts sont très importants en Europe. En effet, à eux seuls, ils représentent environ un quart des actifs immobiliers européens sous gestion. Leur succès tient à la fois à leur transparence fiscale, leur réputation de placement sûr, et à l'aversion au risque de l'épargnant allemand. En outre, ces fonds ont fait de la France leur principal terrain d'investissement transfrontalier, loin devant les autres pays européens.

Par ailleurs, le Moyen Orient a récemment fait son entrée sur le marché de l'immobilier français, principalement via un nouveau type d'acteurs : les fonds souverains. Les investisseurs anglais et américains quant à eux sont présents principalement via les fonds de pension destinés à gérer les retraites de leurs concitoyens.

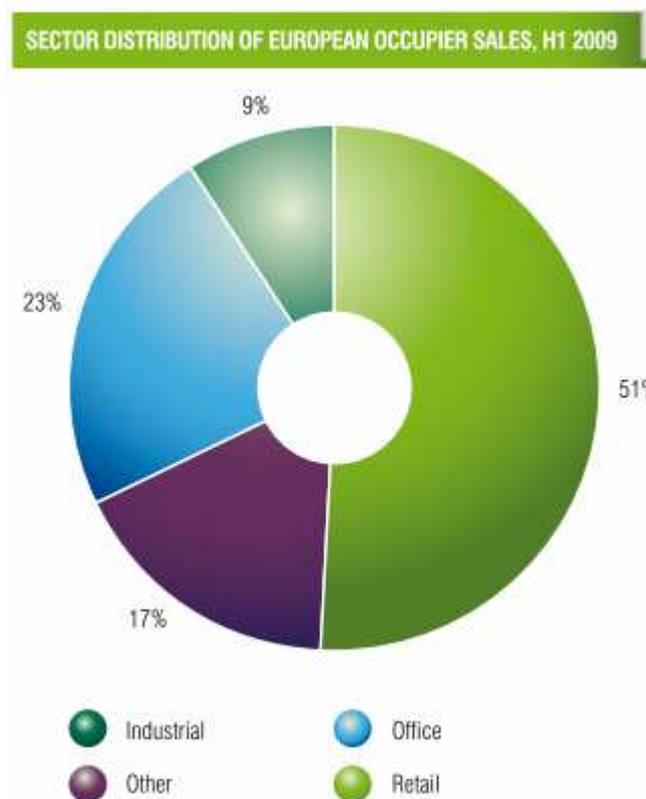
En France, les SIICs, représentent 15% des investissements immobiliers, ce qui témoigne de leur succès. Les OPCI ont connu un démarrage modeste, et représentent encore un pourcentage peu important de l'investissement immobilier. On remarque que les SCPI, qui devaient être supprimées au profit des OPCI, ont été maintenues.

b. Par type d'actifs

Les opérations de sale-and-leaseback en Europe ont traditionnellement été réalisées sur des immeubles de bureaux compte tenu de leur aspect sécuritaire. Cependant, les opérations de sale-and-leaseback ont connues une certaine diversification depuis quelques années en Europe. Désormais les locaux commerciaux (centres commerciaux, galeries marchandes), les locaux industriels, et les entrepôts représentent également une proportion non négligeable des externalisations d'actifs immobiliers. Au premier semestre 2008, le montant des opérations de sale-and-leaseback sur locaux commerciaux (4,2 milliards d'euros) a presque égalé celui des opérations sur immeubles de bureaux. (4,7 milliards d'euros). Cette tendance reflète des changements fondamentaux dans l'activité de distribution, notamment l'augmentation des surfaces de vente, et le nombre croissant d'entreprises cotées dans ce secteur.

Les banques ont historiquement été des acteurs dynamiques sur le marché du sale-and-leaseback. Avec la crise, leur importance s'est accrue. En effet, confrontées à des problèmes de liquidités, un certain nombre de banques ont été amenées à effectuer des opérations d'externalisation. Par exemple, début 2009, la banque Unicredit a cédé 180 murs d'agences en sale-and-leaseback, suite à une obligation de rehausser son ratio « Core tier One » à 6.7% pour la fin de l'année 2009.

On notera enfin, que malgré la généralisation des opérations de sale-and-leaseback, les comportements restent très largement tributaires du secteur de l'entreprise. Dans l'industrie, l'externalisation de l'immobilier est souvent reléguée au second plan, et n'émerge qu'en situation de crise. C'est ainsi qu'en 2009, Renault annonçait une opération importante d'externalisation de son immobilier (pour 500 m€), avant de retirer son portefeuille de la vente avec la réouverture du marché de la dette. A l'inverse, le secteur de la distribution et des services, a intégré pleinement l'externalisation de l'immobilier dans sa gestion des ressources.

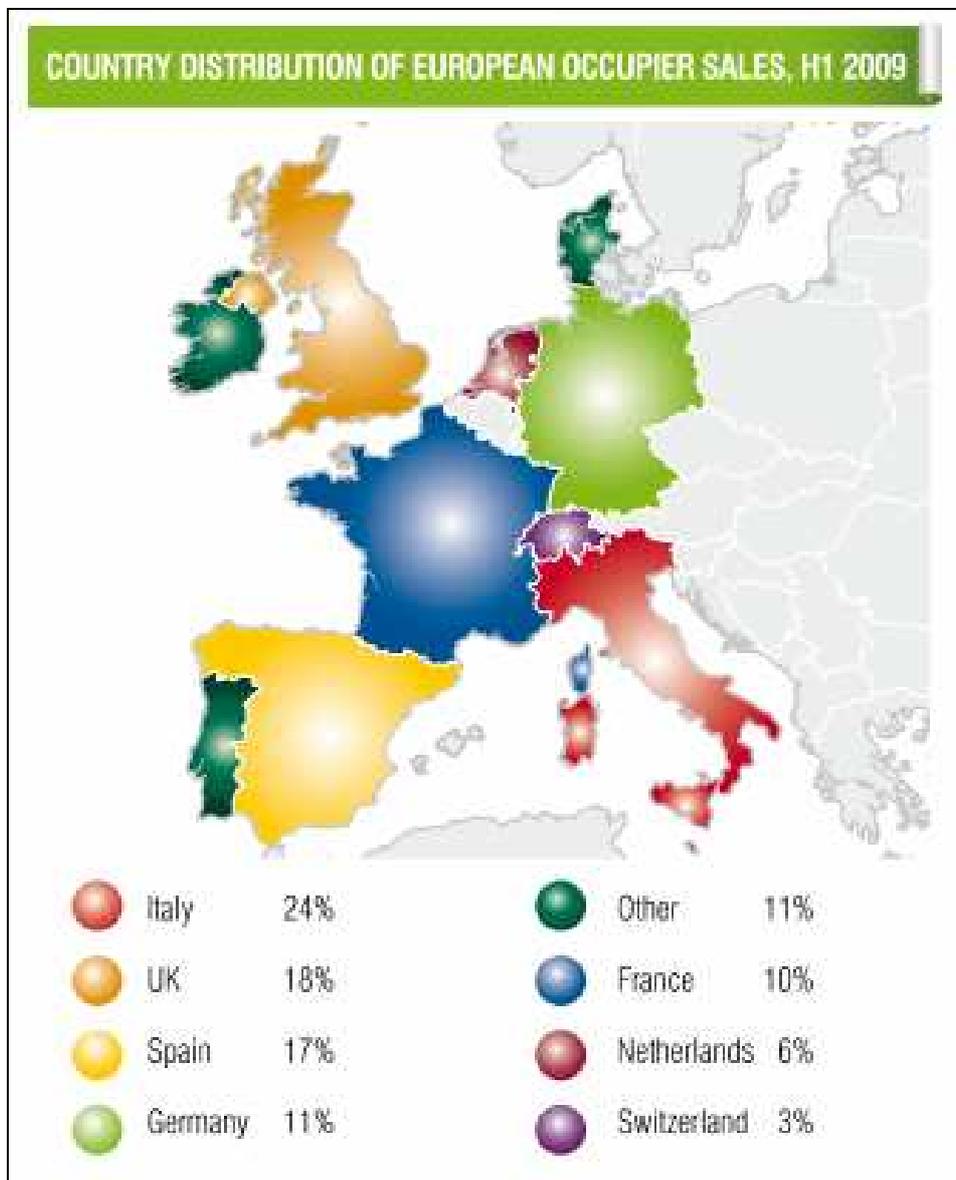


Source: CBRE

c. Par zone géographique

En Europe, le Royaume-Uni et l'Allemagne ont historiquement dominé le marché du sale-and-leaseback, représentant en moyenne la moitié des transactions. Cependant, leur part s'est réduite, avec l'émergence de nouveaux marchés. En 2008, la part du Royaume-Uni et de l'Allemagne est tombée à 44% du marché du sale-and-leaseback. Tandis que l'Italie représentait 28% de l'activité annuelle. La baisse est particulièrement importante pour le Royaume-Uni, qui passe d'une part de 40% en 2007 à 25% en 2008.

La hausse des opérations de sale-and-leaseback en Espagne et en Italie est principalement liée au secteur des services financiers i.e. à la vente par les banques, particulièrement touchées par la crise, de leurs bureaux et de leurs agences. On retrouve notamment, au premier semestre 2009, des opérations de sale-and-leaseback importantes pour Unicredit en Italie (530 m€), et la Caixa en Espagne (110m€). Les banques françaises restent quant à elles plus réticentes à réaliser des opérations de sale-and-leaseback, à l'image du Crédit Agricole. C'est ce que confirme Guy Bernfeld, directeur général de la division immobilier du Crédit Agricole qui explique que « nos confrères en Grande-Bretagne, en Espagne ou encore en Italie ont eu tendance à externaliser tout ou partie de leur patrimoine. Nous ne nous inscrivons pas dans cette logique patrimoniale »



II. Le sale-and-leaseback est créateur de valeur sous certaines conditions

Nous allons tenter de comprendre comment l'immobilier peut créer de la valeur au travers des principaux arguments évoqués par la littérature existante. Il ne s'agit pas ici de répondre à la question de manière dogmatique. En effet, l'externalisation de l'immobilier s'inscrit dans un contexte par définition unique et non reproductible. Cependant, nous nous sommes attachés à prendre en compte les critères qui nous semblaient être les plus pertinents, et applicables à un maximum de situations, pour apprécier la pertinence d'une opération d'externalisation. Ces critères sont la réallocation des fonds, l'inefficience partielle des marchés, la fiscalité, et le « timing » de l'opération.

i. Dans la théorie classique, la création de valeur vient de la réallocation des ressources

Selon la théorie classique des marchés à l'équilibre, l'annonce d'un sale-and-leaseback devrait être neutre, voire même déclencher un signal négatif destructeur de valeur. C'est pourquoi, dans la théorie classique des marchés à l'équilibre, la création de valeur va nécessairement dépendre de la réallocation des ressources dégagées par le sale-and-leaseback.

a. Dans la théorie classique, l'externalisation de l'immobilier serait un signal négatif

Nous nous plaçons ici dans le cadre de la théorie classique des marchés à l'équilibre. Le prix des actifs intègre à tout moment l'information pertinente disponible. Nous supposons qu'il n'y a pas d'impôts sur les sociétés, ni de coût de faillite. Nous analysons la création de valeur, du point de vue de l'ensemble des pourvoyeurs de fonds. Nous définissons la création de valeur par le « résultat de la capacité de l'entreprise de réaliser des investissements dont le taux de rentabilité s'avère être supérieur aux taux de rentabilité exigé ». (Définition du Vernimmen)

Dans le cadre de la théorie classique des marchés à l'équilibre, Miller et Upton (1976), considèrent la location comme une source de financement au même titre que la dette. Ils expliquent en anglais : « Long term leasing would not expand a firm's net borrowing power; its use merely substitutes indirect borrowing for direct borrowing » (Miller and Upton, Leasing, Buying, and the cost of capital services, 1976). Dans cette perspective, la location financière est un financement hors-bilan qui ne saurait tromper les marchés. Elle ne

génère pas de Valeur actuelle nette positive en soi et n'est donc pas a priori une opération créatrice de valeur.

Elle pourrait même être un signal négatif. Sans projet nouveau annoncé au marché, le sale-and-leaseback serait interprété comme une baisse inattendue de la rentabilité espérée des projets en cours, qui nécessiterait par conséquent un financement supplémentaire. A priori, l'externalisation de l'immobilier devrait donc être neutre, voire négative du point de vue de la valeur.

Cependant, si le crédit-preneur externalise son immobilier, c'est qu'il y trouve un avantage. Dans le cadre de la finance moderne, l'externalisation de l'immobilier, doit donc être d'un certain point de vue perçue comme étant créatrice de valeur par le management du crédit-preneur sinon, elle ne serait pas réalisée en pratique. En effet, on peut supposer d'une part que l'opération est réalisée dans l'intérêt de l'entreprise (si elle ne l'était pas, elle ne serait pas aussi répandue, ni déclarée publiquement). D'autre part, de nombreuses opérations réussies (par exemple, la cession par HSBC en Sale-and-leaseback de son siège à Londres), nous montre qu'une création de valeur est effectivement possible. D'où vient alors la création de valeur potentielle ?

b. Explications dans le cadre de la théorie classique

Certains prétendent que l'externalisation de l'immobilier crée de la valeur lorsque la rentabilité de l'actif économique (ROCE) du projet dans lequel l'entreprise investit les ressources dégagées, est supérieure au ROCE de l'actif immobilier. Cet argument laisse à penser que l'argent gelé dans l'immobilier serait mieux exploité s'il était investi dans le « core business » de l'entreprise. Ainsi, il serait alors capable de délivrer à ses actionnaires une meilleure rentabilité en suivant cette règle mécanique.

Dans ce cas, les sociétés risquées dont les pourvoyeurs de fonds exigent une rentabilité élevée, supérieure à celle de l'immobilier, ne devrait en aucun cas posséder leurs murs. Inversement, les sociétés dont le « core business » bénéficie d'un coût moyen pondéré du capital inférieur à la rentabilité de l'immobilier devraient toujours être propriétaires.

Ce raisonnement est faux. En effet, il suppose que le coût moyen pondéré du capital d'une entreprise reste constant. A supposer que cette hypothèse soit vraie, elle conduirait l'entreprise à investir dans des projets de plus en plus risqués, avec une rentabilité attendue de plus en plus élevée, tandis que le coût moyen du capital resterait constant. Il y aurait une contradiction car, bien au contraire, le coût moyen pondéré du capital s'ajuste au changement du profil de risque de l'entreprise.

Dans la théorie classique, la réallocation, purement financière, d'actifs à l'équilibre ne permet pas la création de valeur. Le choix d'une source de financement par rapport à une autre, n'est pas non plus, en principe, créateur de valeur. Pour un risque donné, les pourvoyeurs de fonds exigeront un taux de rentabilité similaire. En effet, si les taux de rentabilité exigés venaient à diverger entre le financement par endettement, et le financement par sale-and-leaseback, les entreprises se financeraient toutes via la ressource la moins chère compte tenu du risque. Ce qui aurait pour conséquence de rééquilibrer les taux des deux ressources.

Ainsi, dans la théorie classique, l'externalisation de l'immobilier réalloue le portefeuille d'actif de l'entreprise, sans conséquence sur la valeur. D'autre part, la création de valeur ne peut pas non plus venir d'un financement plus avantageux. Elle doit donc nécessairement provenir de l'utilisation des fonds levés.

Pour créer de la valeur, les fonds dégagés par l'externalisation de l'immobilier doivent donc être réinvestis à un taux de rentabilité supérieur au coût exigé du capital par les pourvoyeurs de fonds. Le projet doit être porteur d'un avantage stratégique susceptible de créer des imperfections dans les marchés, et dégager une rente économique. C'est à cette condition, dans la théorie des marchés à l'équilibre, que l'externalisation crée de la valeur.

c. L'impact sur le cours de bourse

Dans un marché efficient, si le projet est créateur de valeur, l'annonce de l'externalisation au marché fera monter le cours de bourse. Au contraire, si le projet est destructeur de valeur, c'est-à-dire que la rentabilité attendue du projet est inférieure au coût moyen pondéré du capital exigé, l'intégration de l'information par le marché fera baisser le cours de bourse (ceci, même si la rentabilité espérée du nouveau projet est supérieure à la rentabilité de l'immobilier, compte tenu du risque plus élevé du nouvel investissement).

Cependant, dans un marché semi efficient, (seule l'information disponible est intégrée dans la valeur des actions) la réaction du marché dépendra en grande partie du profil de l'entreprise, de la qualité de son management, des perspectives du secteur, et du type d'activité financée. Si le management a mauvaise réputation auprès du marché, alors lever des capitaux supplémentaires aura probablement un impact négatif sur le cours de bourse. Car le marché verra d'un mauvais œil le financement d'un nouveau projet qui aura de grandes chances de détruire de la valeur. Enfin, plus l'opération est importante par rapport à la taille de l'entreprise, plus l'impact sur le cours de bourse de l'externalisation aura tendance à être élevé.

ii. La prise en compte de l'inefficience partielle des marchés

a. L'inefficience partielle des marchés

Jusqu'à présent nous avons fait l'hypothèse que les marchés étaient efficients (ou semi-efficients), et nous avons tenté d'expliquer comment l'externalisation de l'immobilier pouvait créer de la valeur sous cette hypothèse.

Seiler, Chatrath, et Webb (2001) ont essayé de mesurer l'impact de la détention d'immobilier sur le risque systématique (Béta), et sur le taux de rentabilité exigé par les actionnaires. Seiler, Chatrath, et Webb ont utilisé un échantillon de 80 entreprises, de 1985 à 1994, et n'ont trouvé aucune preuve que la détention d'immobilier avait un impact sur le coût moyen pondéré du capital global de l'entreprise. Compte tenu des résultats de Seiler, Chatrath, et Webb (mais aussi, ceux de Hite, Owers, et Rogers (1984), ceux de Miles (1989) et bien d'autres) on peut supposer que les marchés ne sont que partiellement efficients concernant la valorisation des actifs immobiliers détenus par l'entreprise.

b. Conséquences du constat d'inefficience du marché financier

1. Les actifs immobiliers sont souvent sous-valorisés

On a vu précédemment que, d'après les études empiriques, l'immobilier était généralement valorisé par les analystes au même coût moyen pondéré du capital que le « core business ». Par conséquent, les entreprises dont le coût moyen pondéré du capital est supérieur à la rentabilité des murs, souffrent d'un patrimoine immobilier sous-valorisé par le marché, car le taux d'actualisation qu'on applique à ses cash flows futurs est surévalué.

Par conséquent, si l'on poursuit le raisonnement, les entreprises dont le coût moyen pondéré du capital est supérieur à la rentabilité de l'actif immobilier, auront intérêt à externaliser leur immobilier. Au contraire, les entreprises dont le coût moyen pondéré du capital est inférieur à la rentabilité de l'actif immobilier, auront intérêt à détenir leur immobilier, leur immobilier étant survalorisé par l'application d'un coût moyen du capital anormalement faible.

Cependant, comme le rappelle Golan (1998) la pierre d'achoppement de ce raisonnement, est que le marché ne peut rester ignorant éternellement. Les marchés réajustent leur évaluation face à des changements trop marqués. D'autant plus que les nombreuses études sur le sale-and-lease-back ont eu tendance à « éduquer » les marchés financiers concernant l'appréciation des actifs immobiliers (de manière similaire la déconsolidation a elle aussi perdu de son intérêt, car le financement hors bilan est désormais pris en compte par la plupart des analystes).

2. La préférence pour « la pureté des titres cotés »

Une autre manière de démontrer l'intérêt des entreprises à ne pas investir dans les titres cotés est tout simplement de concevoir cette opération d'un point de vue purement financier. Une entreprise a la possibilité de garder et de réinvestir sa trésorerie ou de la rendre à ses actionnaires sous forme de dividendes ou rachat d'actions. Si le cash est réinvesti, le coût d'opportunité est, le taux de rentabilité exigé que les actionnaires auraient pu obtenir en investissant dans un actif financier au profil de risque similaire. Appliqué aux investissements immobiliers, la capacité des entreprises à investir dans le secteur immobilier devrait être comparée aux SIIC par exemple. En effet, les actionnaires auraient pu investir dans des véhicules d'investissement immobilier ou des entreprises au lieu d'investir dans de l'immobilier via l'entreprise. Or, il semble clair qu'un investisseur professionnel soit le mieux placé pour contrôler les risques et réaliser des profits dans ce secteur, par rapport à un non professionnel, peu à même de diversifier le risque, ou de choisir les investissements pertinents sur le marché immobilier.



Source : Brealey et Myers

3. La possibilité d'un arbitrage sur le coût du financement

Dans le cadre d'un marché à l'équilibre, pour un même risque, toutes les sources de financement ont le même coût. Cependant, dans le cadre d'un marché partiellement inefficace, il devient possible d'imaginer, qu'une source de financement ait été souscrite à « bon marché ». C'est-à-dire, dans le cadre d'un sale-and-lease back, obtenir un financement de départ plus important que prévu, ou inversement des rendements plus faibles que ceux qui sont habituellement pratiqués. Par exemple, lorsque HSBC a cédé en crédit bail son siège à l'investisseur espagnol Metrovacesa, HSBC a obtenu un taux très largement inférieur à ceux du marché. L'investisseur espagnol a en effet avancé 1,1 milliards de livres sterling contre un rendement de moins de 4% par an.

iii. La valeur fiscale de l'opération

Nous nous attacherons à décrire la fiscalité sous l'angle de la création de valeur. Aussi nous aborderons les points principaux de la fiscalité française en ce qui concerne l'externalisation de l'immobilier. Ensuite, nous expliquerons comment l'externalisation de l'immobilier peut créer de la valeur sur le plan fiscal.

a. Le régime fiscal français en matière d'externalisation de l'immobilier

1. Déductibilité des loyers dans le régime de crédit-bail

Depuis le 1er Janvier 1996, le crédit-bail est aligné sur le droit commun. L'article 57 distingue 3 régimes :

- Le régime général qui autorise la déductibilité des loyers du crédit preneur. Lorsque l'option est levée, le crédit preneur doit toutefois réintégrer la différence entre l'amortissement effectué en tant que crédit preneur, et celui qu'il aurait effectué si il avait été propriétaire de ce bien (réintégration du « sur amortissement »).
- Le régime de faveur applicable aux immeubles situés dans les zones d'aménagement du territoire, dans les territoires ruraux de développement prioritaire, et dans les zones de redynamisation urbaine et ne concerne que les PME/PMI de moins de 250 salariés. Comme pour le régime général, les loyers sont déductibles du résultat imposable. Toutefois, les crédits-preneurs n'ont pas à réintégrer les sur amortissement à la fin du crédit bail.
- Le régime des bureaux situés en Ile-de-France : les amortissements inclus dans les loyers de crédit-bail ne sont déductibles qu'à la hauteur de ceux que le preneur aurait pratiqués s'il avait été propriétaire de ce bien.

2. Droits de mutation et Taxe sur la valeur ajoutée (TVA)

En tant qu'opération financière, la cession de l'actif immobilier par le crédit-preneur est exonérée des droits de mutation. En revanche, la taxe de publicité foncière doit être acquittée au taux de 0,715%. A l'issue du contrat de bail, les droits de mutations (4,80%) doivent être payés sur la valeur résiduelle de fin de contrat. Cette valeur résiduelle est généralement très faible (1€ dans la plupart des cas). Ce qui rend habituellement les droits de mutation très faible.

Seule la partie du prix de cession du contrat intervenant à la cession de la promesse unilatérale de vente est assujettie à la TVA. En France, la TVA immobilière concerne principalement, les acquisitions de terrains à bâtir et les cessions d'immeubles neufs. Par conséquent, les opérations de crédit-bail sont peu concernées par la TVA.

3. Impôts sur la plus value

Depuis le 1er janvier 2005, la plus-value sur la cession d'un actif immobilier à des sociétés foncières réglementées est imposé au taux réduit de 19.63%. Pour lutter contre la raréfaction des crédits à long terme, le législateur a étendu en 2009 ce régime de faveur à toutes les opérations d'externalisation financées par crédit-bail immobilier. Cette réduction d'impôt sur la plus-value est uniquement valable si l'acquéreur ou le crédit-preneur s'engage à conserver les actifs transférés pendant une durée minimale de cinq ans. L'apporteur ou le cédant doit également être une personne morale soumise à l'impôt sur les sociétés. En cas de non respect de son engagement, le crédit preneur est sanctionné par une amende de 25% de la valeur de cession de l'actif pour lequel l'engagement de conservation n'est pas respecté.

Cédant IS	Acquéreur IS	Acquéreur ou crédit-preneur SIIC ou SPPICAV ou filiale de SIIC ou SPPICAV ayant opté pour le régime SIIC
Cession d'immeubles	34,43%	19,63% si conservation pendant 5 ans (cessions réalisées jusqu'au 31 décembre 2011)
Cession de titres de SPI non cotées	34,43%	19,63% si conservation pendant 5 ans (cessions réalisées jusqu'au 31 décembre 2011)
Cession de titres de SPI cotées	19,63% si titres de participation détenus depuis au moins 2 ans	19,63% si conservation pendant 5 ans (cessions réalisées jusqu'au 31 décembre 2011)
Cession de CBI	34,43%	19,63% si conservation pendant 5 ans (cessions réalisées jusqu'au 31 décembre 2011)

Source : société d'avocats Franklin

b. Levier de création de valeur sur le plan fiscal

Alvavay, Rutherford, et Smith ont étudié l'impact de la réforme de 1986 du système fiscal aux Etats-Unis (Tax Reform Act) sur la manière dont une annonce de sale-and-leaseback influait le cours de bourse. Le Tax Reform Act a été la réforme fiscale la plus importante aux Etats-Unis depuis les années 1950s. Elle a notamment modifié le profil d'amortissement des actifs détenus par une société soumise à l'impôt sur les sociétés. Les résultats de l'étude d'Alvavay, Rutherford, et Smith ont montré qu'il existait une hausse significative du cours de bourse avant la réforme de 1986. En revanche, selon leur analyse, cette hausse significative a disparue après la réforme de 1986. En effet, en diminuant les avantages fiscaux du sale-and-leaseback, cette réforme, a, selon eux, réduit le principal avantage du sale-and-leaseback, qui consistait en une économie d'impôts.

1. L'économie d'impôts du crédit bailleur

Si l'amortissement de l'actif immobilier permet une réduction d'impôts plus importante pour le crédit-bailleur, l'externalisation peut créer de la valeur pour l'entreprise sur le plan fiscal. En effet, le crédit-bailleur pourra reverser une partie de l'impôt économisé au crédit preneur sous la forme de loyers moins élevés.

Pour s'en convaincre, prenons l'exemple d'une société X qui doit financer un projet. Elle a le choix entre 2 alternatives : soit souscrire un prêt bancaire classique, soit réaliser une opération de sale-and-leaseback auprès d'un crédit-bailleur Y.

Pour simplifier, nous nous plaçons dans le cas où les loyers sont entièrement déductibles du résultat imposable, nous ignorons les droits de mutation, et nous supposons que le bien est hors champs de la TVA. Nous supposons que le prix d'exercice de l'option d'achat est négligeable. Nous faisons également l'hypothèse forte qu'il n'y a pas de plus-value réalisée sur le bien cédé : son prix de marché (100 000 €) est égal à [Prix de cession – dotations aux amortissements déjà passées]. Enfin, le taux d'imposition est de 35%.

Si le directeur financier externalise le bien via crédit-bail, l'entreprise X ne bénéficie plus de l'amortissement (nous supposons ici que le bâtiment est amorti linéairement sur 10 ans) et cela représente un coût d'opportunité. D'autre part, l'entreprise devra payer 16 200 € par an au crédit bailleur (déductibles à 100%). Nous obtenons ainsi le tableau suivant d'impact sur la trésorerie de l'entreprise, de l'opération (en millier d'euros).

Année	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Montant de la cession	100										
Amortissement		10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Coût d'opportunité		-3.5	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5
Paiement du loyer		-16.2	-16.2	-16.2	-16.2	-16.2	-16.2	-16.2	-16.2	-16.2	-16.2
Réduction d'impôts via les loyers		5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
Flux du financement	100.00	-14.03	-14.03	-14.03	-14.03	-14.03	-14.03	-14.03	-14.03	-14.03	-14.03

Pour calculer la VAN du financement en crédit bail, nous prendrons le taux d'intérêt que l'entreprise aurait payé si elle avait été financée par dette. Nous faisons l'hypothèse que ce taux s'élève à 10%. Cependant lorsqu'une entreprise emprunte, elle peut déduire de son résultat imposable les intérêts qu'elle paye. C'est pourquoi, nous actualisons les flux au taux d'intérêt après impôts. C'est-à-dire dans le cas présent : $10\% * (1 - 35\%) = 6.5\%$

Ainsi, nous avons, compte tenu du tableau précédent :

$$\begin{aligned} \text{VAN (crédit bail)} &= + 100 - 14.03/(1.065)^1 - 14.03/(1.065)^2 - \dots - 14.03/(1.065)^{10} \\ &= - 0.86 \text{ k€ ou } - 860 \text{ €} \end{aligned}$$

En supposant que le taux d'imposition du crédit bailleur est identique à celui de l'entreprise X, le gain du crédit-bailleur est l'opposé de celui de l'entreprise X. Ici, le crédit-bailleur gagnerait 860 € en VAN avec le projet. Mais, comme la VAN de ce financement est négative pour l'entreprise X, mieux vaut que X contracte un prêt pour se financer...

Supposons à présent que l'entreprise X à un taux d'imposition de 0% (elle est en déficit chronique). Le financement en crédit bail a lors l'impact suivant sur sa trésorerie :

Année	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Montant de la cession	100										
Amortissement		10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Coût d'opportunité		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Paiement du loyer		-16.2	-16.2	-16.2	-16.2	-16.2	-16.2	-16.2	-16.2	-16.2	-16.2
Réduction d'impôts via les loyers		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Flux du financement	100.00	-16.20	-16.20	-16.20	-16.20	-16.20	-16.20	-16.20	-16.20	-16.20	-16.20

Si l'on calcule la VAN du projet (le taux d'actualisation est cette fois-ci de 10%, car le taux d'imposition est nul), on a alors :

$$\begin{aligned} \text{VAN (crédit bail)} &= + 100 - 16.2/1.1^1 - 16.2/1.1^2 - \dots - 16.2/1.1^{10} \\ &= + 0.46 \text{ ou } + 460 \text{ €} \end{aligned}$$

La VAN est alors positive pour l'entreprise X. L'opération d'externalisation est dans l'intérêt du crédit bailleur, mais aussi dans l'intérêt du crédit preneur (La VAN pour le crédit bailleur étant toujours de 860€) Cette nouvelle configuration est liée à la différence d'imposition du crédit bailleur et du crédit preneur. Si le crédit bailleur est plus imposé que le crédit preneur, l'opération peut être dans l'intérêt des 2 parties. La création de valeur est alors partagée. Il est toutefois à noter que cette création de valeur pour l'entreprise se fait au détriment de l'Etat.

2. Acquisition de l'immobilier par une foncière dotée d'avantages fiscaux

Si l'entreprise verse des dividendes à ses actionnaires, les dividendes risquent d'être doublement imposés. Une première fois à travers l'impôt sur les sociétés payé par l'entreprise. Une seconde fois avec l'imposition des dividendes au niveau de l'actionnaire.

Cependant si les actifs immobiliers sont placés dans un véhicule transparent fiscalement, (du type SIIC, ou SCPI), les loyers pourront être déduits du résultat imposable de l'entreprise.

D'autre part, si le véhicule d'investissement est détenu directement par les actionnaires, les revenus immobiliers ne seront pas taxés au niveau de la foncière. Les revenus immobiliers de l'entreprise ne sont alors plus soumis qu'à un seul niveau d'imposition. D'où une économie fiscale importante.

La fiscalité de l'opération n'est pas créatrice de valeur en soi même si elle encourage les entreprises à se défaire de leurs actifs immobiliers au sein de véhicules adaptés. Elle a bien entendu contribué au succès des opérations de sale-and-leaseback qui sont largement dépendantes du timing de marché.

iv. Le timing du sale-and-leaseback

a. Existe-t-il un timing optimal pour ce genre d'opérations ?

Selon Golan (1998), l'un des avantages de la propriété immobilière est qu'elle protège contre l'inflation. Le coût de la détention est fixé à l'acquisition, (hormis les travaux d'installations et de rénovation) alors que le niveau des loyers augmente généralement avec l'inflation du fait de l'indexation. Cette protection contre l'inflation est d'autant plus utile lorsque le marché se relève d'une récession. Devenir propriétaire en bas de cycle permet de sécuriser les coûts lorsqu'ils sont bas, et d'éviter ainsi la montée de l'inflation qui accompagne la phase ascendante. Mieux vaut ainsi être propriétaire en bas de cycle, et être locataire en haut de cycle.

Cependant, Golan note qu'il est loin d'être évident d'arriver à identifier les différentes phases du cycle immobilier surtout pour une entreprise dont ce n'est pas le cœur de métier. Mieux vaut alors que l'entreprise s'en tienne à son « core business », domaine où elle a un avantage compétitif réel. La gestion de son immobilier devrait alors être confiée à un professionnel qui sera plus à même d'identifier les différentes phases du cycle immobilier.

On peut cependant penser avec O'Mara (1999), que la détention de l'immobilier d'un point de vue spéculatif, ne peut être propice que dans certains cas de figure. L'auteur prend comme exemple l'entreprise qui s'installe dans une zone, et qui sait que l'immobilier va prendre de la valeur du fait de son implantation.

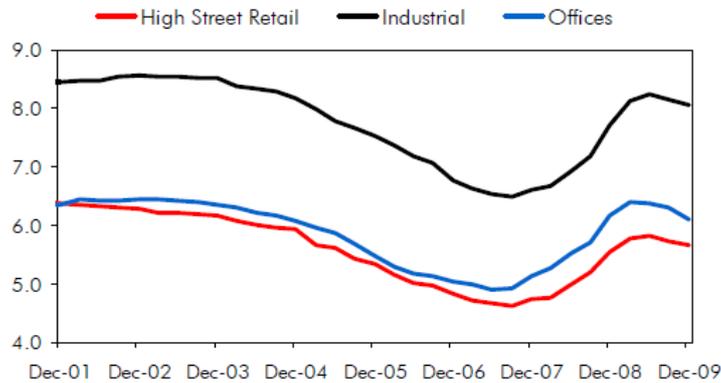
Dans la pratique, les entreprises achètent généralement des actifs immobiliers quand elles en éprouvent le besoin. Ainsi, la plupart des entreprises, font leurs acquisitions immobilières lorsque les marchés sont au plus haut. Et cèdent leur immobilier, lorsque les marchés sont au plus bas. Elles sont alors plus réactives que proactives, ce qui dans bien des cas peut amener l'entreprise à détruire de la valeur. Pour contrer ces effets, Krumm (1999), propose de gérer le parc immobilier en alignant la stratégie de gestion de l'immobilier sur celle du « core business », ce qui devrait créer de la valeur en faisant baisser les coûts de l'immobilier.

Le timing des opérations de sale-and-leaseback est déterminé par trois facteurs déterminants du marché immobilier : l'effet rendement, l'évolution des loyers et enfin la disponibilité du crédit bancaire. Nous avons essayé de qualifier le timing du marché immobilier en avril 2010.

b. Le timing du marché en avril 2010

La reprise des transactions d'investissement dans le secteur de l'immobilier commercial coïncide avec une baisse des taux de capitalisation depuis juin 2009 en Europe.

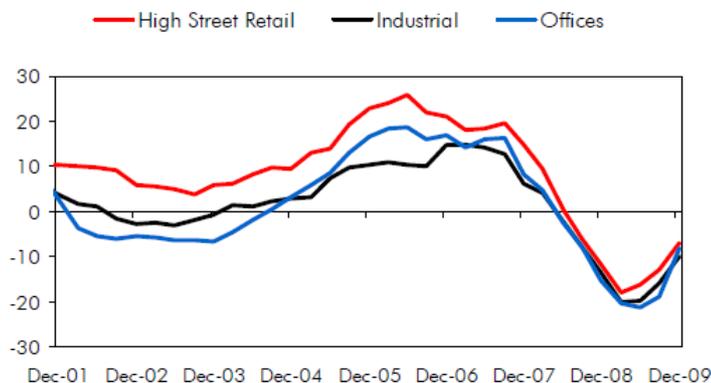
EU-27 Average Prime Yields (%)



Le marché immobilier est aujourd'hui segmenté car cette baisse des taux a été globalement limitée aux actifs « prime ». Le rendement « prime » représente le meilleur rendement réalisable, et correspond au rendement d'une propriété dont la qualité et la localisation sont optimales. L'écart entre les taux sur actifs « prime » et les taux sur actifs secondaires augmente ce qui segmente le marché entre ces deux types de produits : des produits « prime » très attractifs et pour lesquels le marché du sale-and-leaseback semble reprendre, et des actifs secondaires qui attirent moins l'attention des investisseurs.

L'évolution du prix des actifs immobiliers résulte de la variation des loyers et de celle des taux de capitalisation. Depuis juin 2009, la baisse des taux de capitalisation qui a augmenté les prix des actifs est compensée par la baisse des loyers qui a été très forte depuis fin 2007. Cependant cette baisse des loyers ralentit depuis juin 2009. Le marché se segmente.

Annual Change in EU-27 Average Prime Capital Value (% pa)



La reprise du marché du sale-and-leaseback des actifs « prime » après juin 2009 a été impulsée par une augmentation de la part en capital investie par les investisseurs immobiliers. L'augmentation de la valeur des actifs « prime » et l'augmentation du volume d'investissement a amélioré la confiance du marché du crédit bancaire. Grâce à un coût de financement faible et au stimulus des gouvernements les banques sont en avril 2010 mieux positionnées pour gérer leurs bilans et prêter à nouveau aux investisseurs immobiliers.

Key Lending Terms*:
Top Quality Real Estate and Tenant, Dec 2009

Market	Max Loan	Max LTV	Margin**
France	€75 mil	60%	180 bps
Germany	€50 mil	60%	140 bps
Italy	€50 mil	65%	200 bps
Netherlands	€40 mil	70%	150 bps
Spain	€50 mil	65%	250 bps
UK	£75 mil	70%	185 bps
Market Trend	↑	↑	↓

* New 5-year loan based on the maximum underwriting ability of a single lender

** Margin over euribor/libor swap

Les termes du prêt s'améliorent depuis décembre 2009 pour un actif « prime » :

- La LTV maximale augmente à 60-70% pour un prêt sécurisé
- Les marges diminuent

En somme, la baisse des taux de capitalisations sur actif « prime » depuis juin 2009 permet d'augmenter les prix des actifs et encourage les mises en vente. De plus, le flux de nouveaux acheteurs potentiels semble augmenter. Des investisseurs créent des véhicules tels que les fonds ouverts et des syndicats d'investissement alors que les investisseurs institutionnels comme les fonds de pension et les fonds souverains augmentent aussi leur activité dans le domaine du sale-and-leaseback..

L'évolution des loyers sera clé pour le secteur en 2010, car les investisseurs se demandent si les loyers ont atteint le fond pour justifier des nouveaux changements de rendement. Les actifs les plus sujets à réévaluation à la hausse cette année seront ceux dont les loyers augmentent le plus et qui ont été sévèrement dévalués en 2008 et 2009 comme le secteur des centres commerciaux ce qui constituera une opportunité sectorielle de création de valeur pour les investisseurs immobiliers.

III. En pratique, la création de valeur n'est pas toujours vérifiée

i. Résultats empiriques antérieurs et significatifs

Slovin (1990) a étudié le sale-and-leaseback et l'impact sur la richesse des actionnaires. L'échantillon des annonces de sale-and-leaseback étudiées (53 observations) sur la période 1975-1986 a permis l'analyse de l'externalisation des actifs corporels (immobiliers et avions) possédés par des sociétés aux Etats-Unis. Slovin (1990) en a conclu qu'il y avait une rentabilité anormale du cours de bourse (qu'il appelle « abnormal return ») à l'annonce du sale-and-leaseback de 0.85% (avec une t-stat : 1,98, significatif à 5%). Il conclut donc que le sale-and-leaseback serait une transaction qui augmenterait la valeur de marché des capitaux propres des sociétés cotées.

La même année, Rutherford (1990) a étudié le sale-and-leaseback d'actifs immobiliers aux Etats-Unis. Ses données comportent 41 transactions mises en œuvre de 1980-1987. Il découvre qu'à l'annonce d'une transaction, le cours de bourse des sociétés de l'échantillon connaît en moyenne une rentabilité en excès de 1,59%. Selon Rutherford, la perte du collatéral et l'augmentation potentielle du coût de la dette financière après une telle opération sont des coûts inférieurs à l'entrée de cash résultant de la vente de l'actif et de l'utilisation potentielle de ce flux de trésorerie pour des investissements dont la rentabilité est supérieure au WACC.

De la même façon, Louko (2006) dans son étude « Corporate real estate disposal impacts on corporate performance » explique que l'impact sur le cours à l'annonce des sale-and-leaseback de sociétés européennes cotées (grande distribution et télécommunications) est en moyenne positif à +0,877 % (statiquement significatif à 1%). En divisant l'échantillon d'observations selon ce qu'il nomme le ratio « taille » (valeur de la transaction / capitalisation boursière), il explique que l'augmentation du cours de bourse est largement plus importante (+2,5% sur une période post-événement de 10 jours, résultat statistiquement significatif) pour les sociétés ayant un fort ratio « taille ».

Cependant Adams et Clarke (1996) ont effectué 10 ans plus tôt la même recherche sur des entreprises cotées aux Royaume Uni (RU). Les résultats ont contredit significativement les études de Rutherford et Slovin en montrant qu'à l'annonce de la transaction, le cours de bourse d'une société cotée baisse du fait d'un signal négatif véhiculé par l'opération qui sous-tend une situation de flux de trésorerie opérationnel plus mauvaise que prévue. La perte du collatéral et l'augmentation potentielle du coût de la dette financière après une telle opération sont aussi estimés comme des coûts importants destructeurs de valeur.

En conclusion, l'estimation de l'impact positif sur le cours de bourse à l'annonce d'une opération de sale-and-leaseback se révèle être très dépendante de l'échantillon étudié (secteurs, zones géographiques, périodes), et nous ne saurions énoncer une règle générale concernant l'impact d'une annonce de sale-and-leaseback sur le cours de bourse.

De plus la question de la création de valeur sur le long terme de ce genre d'opération reste posée. En effet à la suite d'une l'opération de sale-and-leaseback, la diminution du montant des actifs corporels au bilan, la perte du collatéral et l'augmentation potentielle du coût de la dette financière devrait certainement avoir un impact sur le profil de risque de la société et donc sur sa valeur.

ii. Explication théorique de la destruction de valeur

Nous allons à présent étudier d'un point de vue théorique la valorisation d'une société qui externalise ses actifs corporels. Au delà de l'effet court terme sur le cours de bourse, nous expliquons théoriquement que la valeur de liquidation d'une société ayant externalisé des actifs corporels est inférieure à celle d'une société opérationnellement et financièrement comparable mais n'ayant pas externalisé ses actifs corporels du fait d'une différence du profil de risque. Cette conjecture dépend cependant des hypothèses concernant la probabilité de faillite de la société considérée.

a. La valeur de l'entreprise reste inchangée lorsque la probabilité de faillite est nulle

Nous nous plaçons dans le contexte d'un marché semi-efficient dans lequel les prix des actifs financiers s'ajustent immédiatement à l'information publiquement disponible sans fiscalité et sans coût de faillite. La faillite a lieu dès l'instant où la valeur d'entreprise V (égale à la valeur de marché des capitaux propres S + la dette nette B i.e. $V = S + B$) est inférieure à la valeur de la dette nette B i.e. la valeur nominale des capitaux propres est négative. Nous supposons aussi que la valeur d'entreprise V est indépendante de sa structure financière.

Si une société donnée décide d'externaliser une portion de ses actifs immobiliers à un investisseur à un prix A et de louer en retour les actifs immobiliers, la situation opérationnelle de la société est non affectée. En conséquence son résultat opérationnel avant loyer reste inchangé, la valeur d'entreprise reste égale à V dans un marché efficient, et le produit de l'externalisation A est disponible pour une distribution de cash au investisseur.

Cependant une nouvelle catégorie de créancier (l'investisseur immobilier) est née. Ces créances (succession de paiements de loyers et une valeur terminale en cas d'exercice de l'option) auront une valeur de marché VL déterminée compte tenu du risque évaluée par le marché. La nouvelle valeur des créances des prêteurs et des actions des actionnaires sera :

$V' = V - VL = S' + B'$ où S' et B' désignant respectivement les nouvelles valeurs de marché des capitaux propres et de la dette nette.

Mais les prêteurs et des actionnaires recevront le produit A de l'externalisation et leur richesse collective sera $S' + B' + A$. Pour qu'ils ne soient pas lésés par l'externalisation il est nécessaire que : $S' + B' + A \geq V = S + B$, or nous savons que $V' + VL = V = S + B$.

Donc il est nécessaire que $S' + B' + A \geq V = V' + VL = (S' + B') + VL$ donc que $A \geq VL$.

Le management de la société souhaite externaliser si le prix de vente de l'actif immobilier A est au moins égal à la valeur de marché des cash flows futurs qui devront être

payés à l'investisseur immobilier. En revanche, l'investisseur immobilier ne veut pas payer plus que VL sous peine d'appauvrir ses propres créanciers et actionnaires. L'investisseur achètera l'actif immobilier seulement si $A \leq VL$. Alors $A = VL$ et l'équilibre conduit à ce que la valeur de la richesse des actionnaires et des créanciers reste inchangée par le sale and-leaseback.

b. Réallocation et baisse de valeur

A l'intérieur de la valeur d'entreprise, il peut y avoir un transfert de valeurs de marché des créances et des capitaux propres si les produits de la vente de l'actif immobilier sont distribués entièrement sous forme de dividendes (supposés non taxés) aux actionnaires qui seront riches de $S' + A$ alors que les créanciers auront B' . Donc les actionnaires bénéficient du sale-and-leaseback si $S' + A > S$. Comme $V = S + B$ et $V = V' + VL = S' + B' + VL$ alors on a $S' + B' + VL = S + B$. Or $VL = A$, donc $S' + B' + A = S + B$. Et donc nous obtenons finalement $(S' + A) - S = B - B'$.

Les actionnaires sont gagnants si la valeur de marché de la dette nette diminue (si $S' + A > S$). Or, la valeur de marché de la dette nette diminue lorsqu'il existe une probabilité non nulle de faillite car l'opération de sale-and-leaseback donne à l'investisseur immobilier une créance locative prioritaire sur les créances financières. Donc, en aucun cas les flux de trésorerie des créanciers financiers ne peuvent être supérieurs après la transaction, et en cas de difficulté de l'entreprise, ces flux seront inférieurs rendant $B' < B$. L'opération de sale-and-leaseback est alors destructrice de valeur pour les anciens créanciers (et les créanciers perdent un actif collatéral). Cependant ces créanciers financiers prendront en compte ce risque en augmentant les taux d'intérêts auxquels ils seraient prêts à prêter à une entreprise voulant recourir au sale-and-leaseback. Il y a ajustement des taux d'intérêts au nouveau profil de risque de l'entreprise.

Le même raisonnement peut s'appliquer aux actionnaires si le montant A ne leur était pas distribué. Supposons que l'entreprise ne veuille pas distribuer les produits de la vente de l'actif sous forme de dividendes aux actionnaires mais investir. Dans ce cas les actionnaires pourraient exiger un coût des capitaux propres plus élevé. Et supposons que les taux de rentabilité des projets d'investissements issus du produit de l'externalisation soient estimés par les actionnaires comme significativement inférieurs au WACC. Alors dans ce cas, le transfert de valeur avec les créanciers ne compense plus la VAN négative du projet, ni l'augmentation potentielle du coût de la dette. L'opération de sale-and-lease back est alors destructrice de valeur à la fois pour les créanciers et pour les actionnaires.

Théoriquement la valeur de liquidation d'une société ayant externalisé des actifs corporels (immobilier et équipement) serait inférieure à celle d'une société opérationnellement et financièrement comparable mais n'ayant pas externalisé ses actifs corporels et qui bénéficiera d'une valeur de liquidation plus importante. D'un point de vue théorique, l'opération de sale-and-leaseback devrait donc modifier le profil de risque de l'entreprise. Nous allons maintenant tenter de confirmer cette conjecture empiriquement.

iii. Analyse empirique : étude de sociétés comparables du secteur de la grande distribution alimentaire en Europe

a. Présentation de l'échantillon de sociétés comparables

Nous avons voulu étudier la corrélation entre la rentabilité d'entreprises comparables et la valeur de leurs actifs immobiliers détenus au bilan. Nous voulions aussi comprendre la corrélation entre leur niveau de valorisation et la valeur de leurs actifs immobiliers détenus au bilan. Nous avons donc établi une liste de secteurs à forte composante immobilière parmi lesquels :

- L'hôtellerie
- La santé
- La grande distribution alimentaire

Comme les niveaux de rentabilité et les multiples de valorisation dans l'hôtellerie et dans le domaine de la santé dépendent largement du positionnement et de l'image de marque des opérateurs nous avons privilégié le secteur de la grande distribution alimentaire dont les grandes sociétés mondiales sont généralement comparables en termes de perspectives de croissance et de niveau de risque opérationnel. Nous avons limité notre échantillon aux sociétés européennes qui exercent leur activité dans des zones géographiques et sous des législations comparables. Pour maximiser l'exhaustivité de l'information disponible nous avons pris en compte dans notre analyse seulement les sociétés cotées tout en excluant celles qui pouvaient avoir un positionnement particulier comme Marks & Spencer qui possède un positionnement milieu voire haut de gamme (par conséquent, nous l'avons exclu de l'analyse).

Nous avons retenu un échantillon de huit sociétés européennes cotées : Carrefour, Metro, Tesco, Sainsbury, Casino, WM Morrisons, Ahold, Delhaize. La comparabilité de l'échantillon a été confirmée par les notes « recherche actions » de CA Cheuvreux en France et de Morgan Stanley au Royaume Uni qui étudient en général le même échantillon de comparables.

Alors, pour chacune de ces sociétés nous avons recueilli le 1^{er} Avril 2010 les données historiques suivantes sur IBES :

Données de marché IBES au 01/04/2010

Name	Bourse	Geo	Nb de reco.	FY end	Flottant (%)	Monnaie
Carrefour	Paris	France	37	déc.-09	86%	E
Metro Group	Frankfurt	Allemagne	36	déc.-09	37%	E
Tesco	London	RU	34	févr.-09	100%	£
Sainsbury	London	RU	29	mars-09	68%	£
Casino	Paris	France	25	déc.-09	51%	E
WM Morrisons	London	RU	29	janv.-10	94%	£
Ahold	Amsterdam	Pays-bas	34	déc.-09	100%	E
Delhaize Group	Euron. Brussels	Belgique	28	déc.-09	95%	E

Name	price	volume ('000)	Nb d'actions ('000)	beta	D/E (comptable)	D/E (marché)
Carrefour	36,7	3 120	704 903	0,90	47%	25%
Metro Group	44,5	3	324 110	1,24	71%	29%
Tesco	438,5	8 833	7 992 640	0,42	74%	27%
Sainsbury	329,4	2 618	1 860 864	0,69	36%	27%
Casino	63,4	170	110 361	0,77	51%	58%
WM Morrisons	295,0	7 100	2 651 971	0,58	20%	12%
Ahold	9,9	4 079	1 191 886	0,55	13%	6%
Delhaize Group	60,7	267	100 871	1,00	45%	34%

Name	VE	Dette nette	Capi. Boursiere	Capitaux propres	Actif éco. comptable	Tangible assets
Carrefour	32 348	6 460	25 888	13 745	20 205	15 044
Metro Group	18 656	4 231	14 425	5 992	10 223	12 945
Tesco	44 648	9 600	35 048	12 995	22 595	23 152
Sainsbury	7 801	1 671	6 130	4 595	6 266	7 821
Casino	11 066	4 072	6 994	7 916	11 988	6 855
WM Morrisons	8 747	924	7 823	4 620	5 544	6 588
Ahold	12 517	717	11 800	5 440	6 157	5 407
Delhaize Group	8 188	2 063	6 125	4 535	6 598	3 995

Source : IBES

Le même jour, nous avons aussi réuni pour chacune des sociétés le consensus de projections sur les indicateurs suivants : Chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT pour les années 2009^e, 2010^e, 2011^e. Nous avons aussi obtenu grâce à une note de « recherche actions » de Macquarie Research datant de mars 2010, les niveaux estimés de loyers pour les mêmes années afin de calculer les EBITDAR (EBITDA avant loyer) estimés et les valeurs d'entreprises ajustées du leasing (la méthode est détaillée plus loin). Nous avons aussi eu recours à d'autres notes de recherche actions concernant chaque entreprise pour trouver la valeur comptable estimée 2009^e des actifs corporels (« tangible assets » en anglais) afin de calculer le ratio actifs corporels/chiffre d'affaires estimé pour 2009. Les actifs corporels d'un groupe de grande distribution alimentaire incluent quasi-exclusivement des surfaces de vente exploitées comptabilisées à la juste valeur.

Le ratio actifs corporels/chiffre d'affaires exprime donc le montant comptable d'actifs immobiliers détenus au bilan pour générer un euro de chiffres d'affaires. Ce ratio sera la variable explicative de chacune des six variables que nous chercherons à expliquer à travers des régressions linéaires, à savoir : la rentabilité de l'actif économique avant impôt en (« ROCE avant impôt »), le PBR, les multiples d'EBITDAR, d'EBITDA, et d'EBIT, et enfin les Bêtas non endettés.

b. Comparabilité de l'échantillon

La croissance des chiffres d'affaires des sociétés de l'échantillon estimés par le consensus IBES des analystes sur la période 2010-2013 présentent des écarts-types inférieurs à 3%.

Chiffres d'affaires	2010	2011	2012	2013
Carrefour	4%	5%	5%	2%
Metro Group	3%	5%	6%	4%
Tesco	8%	7%	7%	7%
Sainsbury	6%	6%	7%	6%
Casino	8%	5%	8%	10%
WM Morrisons	7%	6%	7%	3%
Ahold	2%	4%	4%	2%
Delhaize Group	4%	4%	5%	3%
Moyenne	5%	5%	6%	5%
Mediane	5%	5%	6%	4%
Ecart Type	2%	1%	2%	3%

De plus, les marges d'EBITDAR (mais aussi d'EBITDA et d'EBIT) données par IBES présentent des écart-types de 1% sur toute la période. Ce faible niveau de volatilité qui confirme la comparabilité des niveaux de croissances et des marges des sociétés de l'échantillon.

Ebitdar	2010	2011	2012	2013
Carrefour	7%	7%	7%	8%
Metro Group	6%	6%	7%	6%
Tesco	9%	9%	9%	10%
Sainsbury	8%	8%	8%	8%
Casino	8%	8%	8%	8%
WM Morrisons	8%	8%	8%	8%
Ahold	9%	9%	10%	10%
Delhaize Group	9%	9%	9%	9%
Moyenne	8%	8%	8%	8%
Mediane	8%	8%	8%	8%
Ecart Type	1%	1%	1%	1%

Source : IBES

c. Synthèse des variables

Nous avons alors calculé à l'aide des données estimées pour 2009^e la variable explicatrice (le ratio actifs corporels/chiffre d'affaires) mais aussi les variables à expliquer en 2009 : ROCE avant impôt, Price-to-Book ratio (PBR), Bêta non endettés.

Synthèse des variables calculées sur les données 2009e

01/04/2010	2009			
	Actifs corporels /CA	ROCE avant impôt	PBR	Betas**
WM Morrisons	43%	15%	1,7x	0,54
Tesco	43%	14%	2,7x	0,36
Sainsbury	41%	10%	1,3x	0,58
Casino	26%	10%	0,9x	0,56
Delhaize Group	20%	14%	1,4x	0,82
Metro Group	20%	20%	2,4x	1,04
Ahold	19%	21%	2,2x	0,53
Carrefour	18%	14%	1,9x	0,77
Moyenne	29%	15%	1,8x	0,65
Mediane	23%	14%	1,8x	0,57
Ecart Type	12%	4%	0,6x	0,21

Source : IBES

** Betas déléveragés

Nous avons aussi calculé à l'aide des données estimées pour 2010^e les multiples de valorisations à expliquer.

Synthèse des variables calculées sur les données 2010e

01/04/2010	2010e		
	VE ajustée /Ebitdar*	VE /Ebitda	VE /Ebit
WM Morrisons	7,2x	7,1x	9,7x
Tesco	9,5x	9,3x	12,7x
Sainsbury	7,8x	6,8x	11,6x
Casino	6,9x	5,6x	8,6x
Delhaize Group	6,1x	5,3x	8,1x
Metro Group	6,8x	5,2x	8,5x
Ahold	6,8x	5,7x	9,0x
Carrefour	7,4x	6,5x	10,9x
Moyenne	7,3x	6,4x	9,9x
Mediane	7,1x	6,1x	9,3x
Ecart Type	1,0x	1,4x	1,7x

Source : IBES

*Ajustée du leasing

Le développement de montages déconsolidants nous conduit à raisonner sur un excédent brut d'exploitation avant loyers (EBITDAR). Nous avons obtenu grâce à une note de recherche de Macquarie Research datant de mars 2010, les niveaux estimés de loyers pour 2009^e et 2010^e afin de calculer les EBITDAR estimés.

Pour calculer les valeurs d'entreprises ajustées du leasing nous avons calculé la valeur des engagements de leasing de chaque société. Pour ce faire on détermine le nombre d'année d'engagement du contrat de leasing dans le secteur de la grande distribution alimentaire (10 ans en moyenne). Ensuite on actualise les charges locatives estimées fixes sur les 10 ans à venir au coût de la dette (5% en moyenne). Cela revient finalement à multiplier les charges locatives annuels au niveau estimé de loyers pour 2009^e par un multiple (utilisé par les agences de notations comme Standard & Poor's) de 7x qui prend en compte la capitalisation de ces charges locatives et l'indexation du loyer sur l'indice des loyers commerciaux (I.L.C) dans le domaine de la grande distribution alimentaire. L'I.L.C. est un indice composite, publié trimestriellement par l'I.N.S.E.E. Il est composé à hauteur de :

- 50% de l'indice des prix à la consommation
- 25% de l'I.C.C (Indice du Coût de la Construction), représentatif de l'évolution des prix de la construction neuve
- 25% de l'indice du chiffre d'affaires dans le commerce de détail

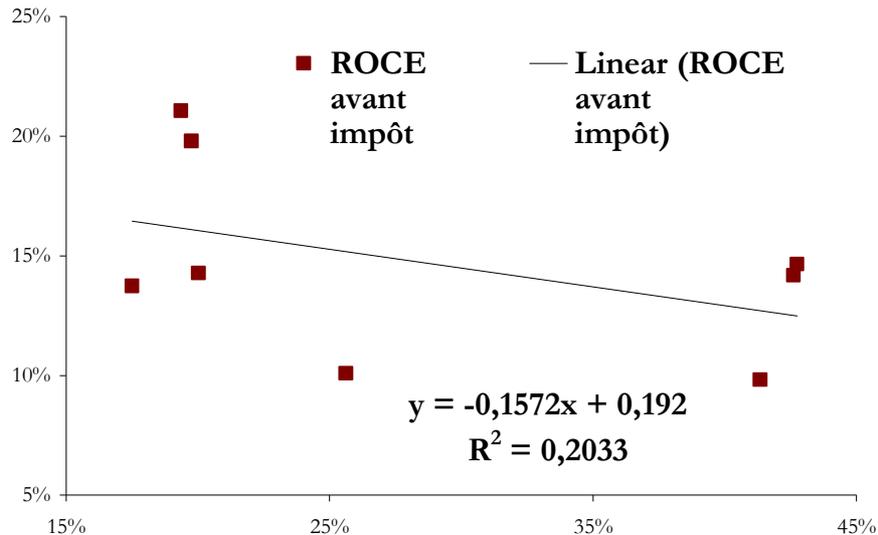
Le résultat de cette multiplication représente les engagements de leasing qui sont traités comme de la dette financière et sont donc ajoutés à la valeur d'entreprise calculée « classiquement ».

d. Analyse de rentabilité

Sans surprise, nous avons établi une corrélation négative entre le ROCE avant impôt (en ordonnée) et le ratio actifs corporels/chiffre d'affaires (en abscisse). En effet l'externalisation immobilière (donc un faible ratio actifs corporels/chiffre d'affaires) réduit l'actif immobilisé et donc l'actif économique. Cela conduit donc à augmenter mécaniquement le ROCE avant impôt.

Après une opération de sale-and-leaseback, la valeur de l'EBIT baisse du fait des nouvelles charges locatives et augmente du fait de l'absence de dotations aux amortissements. Cependant la résultante de ces deux impacts au compte de résultat ne compense pas la réduction de l'actif économique qui impacte positivement le ROCE et la possibilité d'utiliser la trésorerie libérée par la vente des actifs pour investir à un taux supérieur au WACC.

Cette corrélation négative reste fiable car le ratio actifs corporels/chiffre d'affaires explique un cinquième de la rentabilité de l'actif économique avant impôt. En effet on a $R^2=20\%$. Le R^2 mesure la précision de l'ajustement de la droite de régression. Il s'agit du rapport entre la variation de la variable dépendante (mesurée par sa variance) expliquée par le modèle de régression et sa variation totale (mesurée par sa variance).

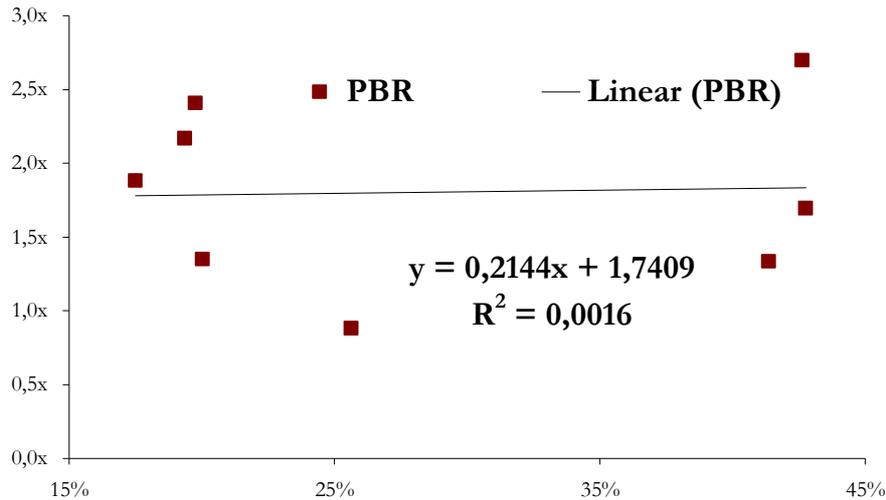


e. Analyse des multiples de valorisation

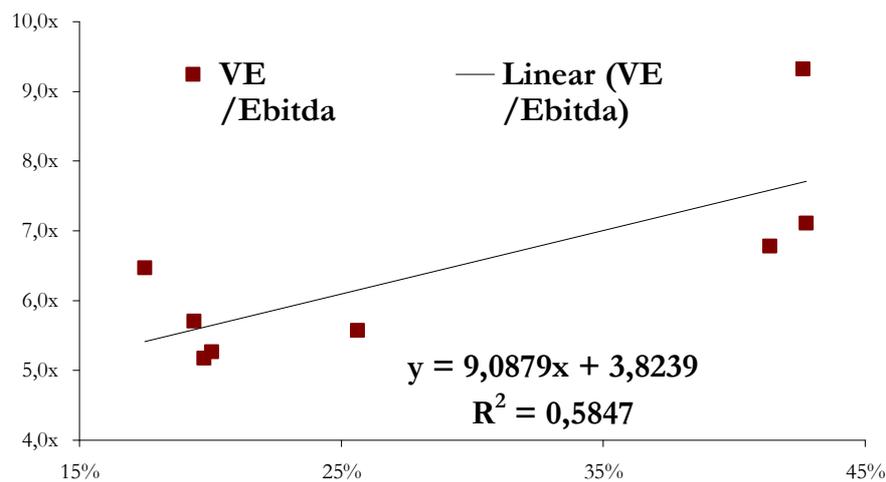
Ici, nous nous intéressons à la question clé de notre recherche : les multiples de valeur d'entreprise d'une société ayant externalisé ses actifs corporels seraient-ils inférieurs à ceux d'une société comparable mais ayant moins externalisé ses actifs corporels et notamment immobiliers?

- Corrélation entre PBR et Actifs corporels/Chiffres d'affaires

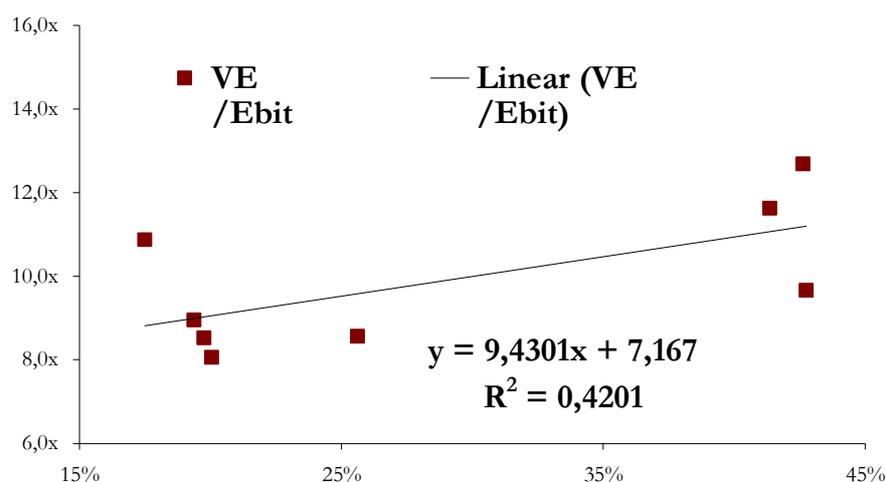
Il n'existe aucune corrélation entre le PBR (en ordonnée) et le ratio actifs corporels/chiffre d'affaires (en abscisse). Le PBR calculé comme le ratio Capitalisation boursière/Valeur comptable des capitaux propres ne prend pas directement en compte directement les perspectives de soldes intermédiaires opérationnels comme l'EBITDA et la génération de flux de trésorerie ce qui le rend faiblement informatif ou trop « grossier ». Pour pouvoir établir des corrélations significatives il faut donc s'intéresser à des multiples de valorisation plus fins comme le multiple d'EBITDAR, d'EBITDA, et d'EBIT.



- **Corrélation entre les multiples d'EBITDA/EBIT et le ratio Actifs corporels/Chiffres d'affaires**



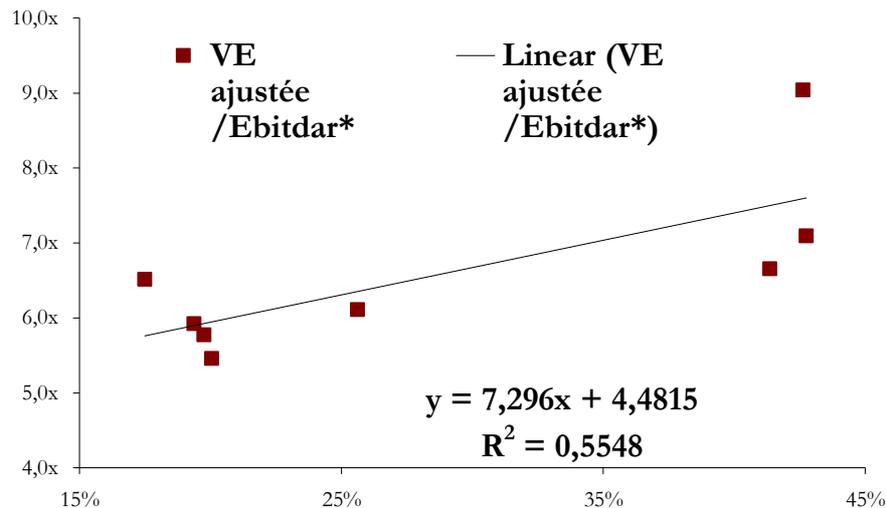
Nous avons établi une corrélation positive entre le multiple d'EBITDA (en ordonnée) et le ratio actifs corporels/chiffre d'affaires (en abscisse). En effet l'externalisation immobilière (donc un faible ratio actifs corporels/chiffre d'affaires) semble être corrélée à une plus faible valorisation. A l'inverse, plus une société possède des actifs corporels dans son bilan (donc un fort ratio actifs corporels/chiffre d'affaires) plus sa valorisation par le multiple d'EBITDA est élevée. Le ratio actifs corporels/chiffre d'affaires explique 58% de la valorisation par le multiple d'EBITDA bien que celui-ci soit biaisé par l'effet des charges locatives sur l'EBITDA.



Nous avons aussi établi une corrélation positive entre le multiple d'EBIT (en ordonnée) et le ratio actifs corporels/chiffre d'affaires (en abscisse). En effet l'externalisation immobilière (donc un faible ratio actifs corporels/chiffre d'affaires) semble diminuer la valorisation des sociétés de l'échantillon. Plus une société possède des actifs corporels dans son bilan (donc un fort ratio actifs corporels/chiffre d'affaires) plus sa valorisation par le multiple d'EBIT est élevée. Le ratio actifs corporels/chiffre d'affaires explique 42% de la valorisation par le multiple d'EBIT bien que ce dernier soit biaisé à la fois par les dotations aux amortissements et par les charges locatives.

- **Corrélation entre multiple d'EBITDAR et Actifs corporels/Chiffres d'affaires**

Nous avons enfin établi une corrélation positive entre le multiple d'EBITDAR (en ordonnée) et le ratio actifs corporels/chiffre d'affaires (en abscisse). En effet l'externalisation immobilière (donc un faible ratio actifs corporels/chiffre d'affaires) semble diminuer la valorisation des sociétés de l'échantillon. Plus une société possède des actifs corporels dans son bilan (donc un fort ratio actifs corporels/chiffre d'affaires) plus sa valorisation par le multiple d'EBITDAR est élevée. Le ratio actifs corporels/chiffre d'affaires explique 55% de la valorisation par le multiple d'EBITDAR et n'est biaisé par aucun impact comptable.



Notre analyse de corrélation entre les niveaux de valorisations et le ratio actifs corporels/chiffre d'affaires contredit l'opinion généralisée selon laquelle l'externalisation immobilière serait créatrice de valeur à long terme. La valeur de liquidation d'une société ayant externalisé en grande partie ses actifs corporels serait inférieure à celle d'une société opérationnellement et financièrement comparable mais n'ayant pas externalisé ses actifs corporels. Il nous a par conséquent semblé intéressant d'étudier l'évolution du profil de risque d'une société ayant réalisé des opérations d'externalisations immobilières significatives.

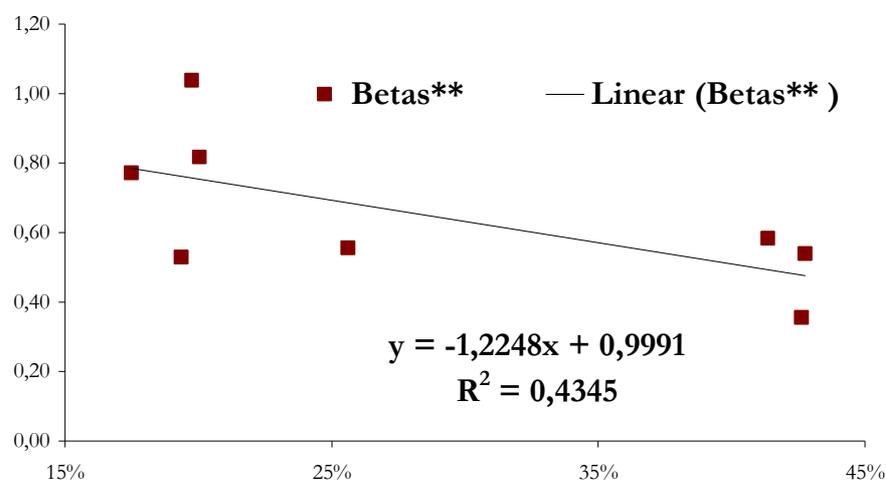
f. Analyse du coût du capital

Tout d'abord, nous nous sommes intéressés au risque de marché des sociétés de l'échantillon. Cependant les bêtas des actions augmentent avec le niveau d'endettement de la société. Nous avons donc choisi de « désendetter » les bêtas par le biais de la formule suivante : $\text{Bêtas non endettés} = \text{bêtas endettés} / (1 + (1-t) (D/E))$. Avec T : Taux d'imposition normatif (un tiers), D : Valeur de marché de la dette nette, E : Valeur de marché des capitaux propres.

Ce mode de calcul du β de l'actif économique repose sur une condition d'équilibre posée par Franco Modigliani et Merton Miller dans leur article de 1963 :

- L'entreprise s'endette au taux de l'argent sans risque, et ce quelle que soit sa structure financière ;
- La valeur de l'actif économique de l'entreprise endettée est égale à celle de l'entreprise non endettée plus la valeur de l'économie d'impôt (due à la déductibilité fiscale des intérêts) calculée comme le montant de l'endettement net multiplié par le taux d'IS.

Le bêta désendetté, mesure la dispersion des flux de trésorerie futurs de l'actif économique par rapport à ceux du marché. Il correspond au bêta des actions de la société si celle-ci était financée exclusivement par capitaux propres. Nous avons établi une corrélation négative entre ces bêtas non endettés (en ordonnée) et le ratio actifs corporels/chiffre d'affaires (en abscisse). En effet l'externalisation immobilière (donc un faible ratio actifs corporels/chiffre d'affaires) semble augmenter la dispersion des flux de trésorerie futurs des sociétés de l'échantillon. Plus une société possède des actifs corporels dans son bilan (donc un fort ratio actifs corporels/chiffre d'affaires) plus cette dispersion est faible. Le ratio actifs corporels/chiffre d'affaires explique 43% des bêtas non endettés des sociétés de l'échantillon.



En conclusion de notre recherche empirique nous pouvons émettre la conjecture suivante : l'augmentation du risque financier et du risque opérationnel après une telle opération augmenterait la dispersion des flux de trésorerie futurs des sociétés ayant eu recours à l'externalisation ce qui réduirait leur valorisation. Cependant il est important de comprendre les limites de notre recherche empirique.

g. Limites de l'analyse empirique

Aussi probant soient les coefficients de détermination (R^2) dans chacune des 6 régressions linéaires présentée préalablement il est important de comprendre que notre analyse a une vocation plutôt qualitative que quantitative.

Tout d'abord, il est certain qu'un échantillon de seulement 8 sociétés comparables ne permet pas d'obtenir des résultats statistiquement significatifs. La précision des corrélations établies dépend de la dispersion de la variable à expliquer (moins une variable est dispersée, meilleure est la précision) ce qui est bien apprécié par le R^2 . Cependant la précision des

corrélations croît avec la racine carrée de la taille de l'échantillon ce qui pénalise le caractère significatif de notre étude. La petitesse de l'échantillon (8 sociétés) est due à la nécessité de prendre en compte des sociétés totalement comparables géographiquement, sectoriellement, financièrement et opérationnellement.

De plus, la dimension sectorielle est importante dans notre analyse. Ces corrélations sont valables pour un secteur à forte composante immobilière et dont les actifs corporels comme les surfaces de ventes exploitées, les murs d'hypermarché, et les galeries marchandes ont une valeur immobilière intrinsèque avec un fort potentiel de redéploiement. Ces actifs immobiliers ont en effet un fort potentiel de développement et d'appréciation. Cette analyse n'est donc pas généralisable à l'externalisation d'actifs immobiliers dits « banalisés » comme des bureaux, des entrepôts ou des locaux logistiques dont le potentiel de développement immobilier et la valeur du collatéral sont plus faibles.

Enfin, nos résultats reflètent peut-être le contexte de récession économique de l'année 2009. L'ajustement du coût du capital à la hausse peut provenir en partie du fait que certains investisseurs anticipent qu'il est pénalisant de vendre son immobilier pour une société en détresse financière.

En revanche notre étude a clairement une vocation qualitative. Elle s'intéresse de manière assez fine aux liens entre les indicateurs de rentabilité et de valorisation d'une part et l'intensité capitalistique d'autre part. Elle invite à poser un œil critique sur la stratégie de sale-and-leaseback et à souligner les risques qu'elle peut comporter pour l'entreprise qui l'entreprend.

iv. Interprétation des résultats empiriques

a. L'augmentation du risque financier

1. Les facteurs de risques financiers

Le sale-and-leaseback est assimilable à un financement par dette car un investisseur immobilier acquiert sur la demande d'un client, la propriété d'un actif immobilier en vue de le donner en location à ce dernier pour une durée déterminée et en contrepartie de loyers. Ce mode de financement augmente le risque financier pour quatre raisons.

Tout d'abord, l'externalisation augmente le risque de défaillance de l'entreprise lorsque son endettement devient trop important. La situation se manifeste d'abord par des difficultés financières et peut aboutir à une détresse financière puis une faillite. Les charges du leasing peuvent dégrader les performances de l'entreprise ce qui sera sanctionné par les actionnaires qui intègrent, dans la baisse de la valeur des actions, la baisse de la valeur de l'entreprise, résultant de l'augmentation des coûts de faillite. Les coûts de faillites suivants sont alors anticipés par l'investisseur :

	COUTS DIRECTS	COUTS INDIRECTS
A PRIORI	Coûts administratifs. Coûts de réorganisation. Coûts financiers.	Coûts d'image (crédibilité financière et commerciale).
A POSTERIORI	Coûts de délégation. Coûts de réorganisation. Coûts de vente forcée et urgente des actifs. Coûts sociaux.	Coûts d'opportunité (manque à gagner).

Source : J.F Malecot, *La mesure des coûts de faillite : une note*, Finance (1984)

De plus, le coût financier de l'opération doit inclure l'indexation des loyers. Si une entreprise détient un actif qui vaut 100. Dans le domaine de la grande distribution alimentaire les taux de capitalisation « prime » des murs à Paris en avril 2010 sont de 6%. Le coût de financement par sale-and-leaseback est donc de 6% plus l'indexation notée i des loyers sur un indice comme l'indice des loyers commerciaux ou celui des coûts de la construction. Supposons que l'entreprise se procure des financements à un WACC de 7%. Alors tant que $6\% + i < 7\%$ le sale-and-leaseback est bénéfique. Cependant selon CBRE en 8 ans l'indice des coûts de la construction a augmenté de 35% i.e. au moins de 4% par an. Donc en année 1 le loyer est de $6\% * 100 = 6,00$, mais en année 2 il est de $6,00 * 1,04 = 6,24$, en année 3 il est de $6,00 * 1,04^2 = 6,49$ etc... Dès l'année 5 le coût 7,02 et vient de passé le WACC supposé constant à 7%. Or la durée du bail est supérieure à 5 ans (10 ans en moyenne). Donc le coût financier de l'opération doit inclure l'indexation des loyers pour être comparé au WACC.

La troisième raison concerne le traitement par les agences de notations de l'opération. Si la même société externalise son actif immobilier qui vaut 100 à un taux de capitalisation de 6%. Selon Standard & Poor's, alors l'engagement financier sur les 10 ans est de $7 \times 6 = 42$. En effet, actualiser les charges locatives sur les 10 ans au coût de la dette de 5% revient à multiplier les charges locatives annuelles initiales par un multiple de 7x qui prend en compte la capitalisation de ces charges locatives et l'indexation du loyer sur un indice de référence. Donc l'entreprise s'est procuré seulement $100 - 42 = 58$ de trésorerie selon l'agence de notation. Le taux auquel elle se finance par l'opération de sale-and-leaseback est donc de $6/58 = 10,3\%$ ce qui est supérieur au WACC de 7% d'où la destruction de valeur.

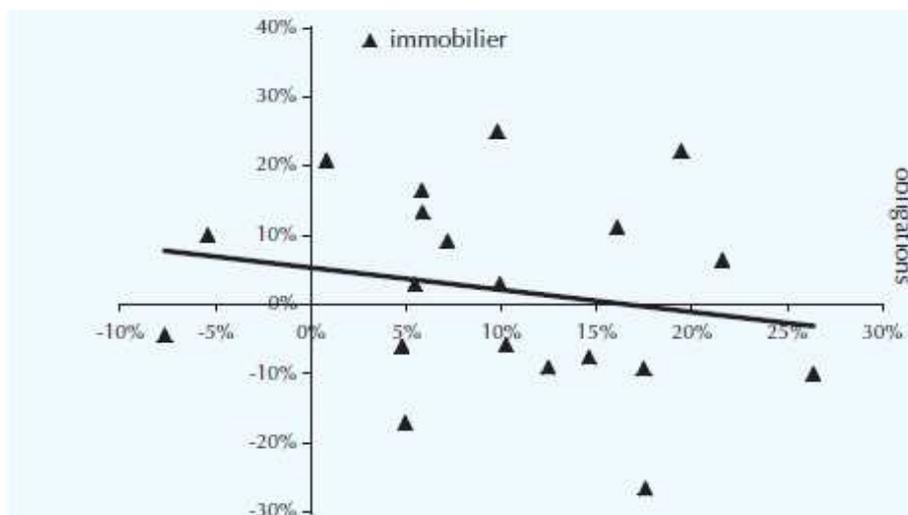
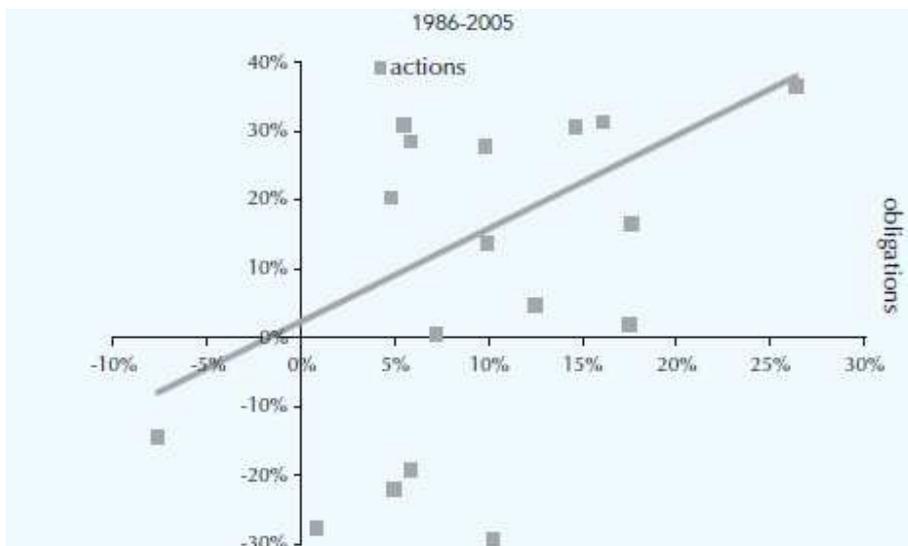
Enfin, les actionnaires et les créanciers demanderaient un coût du capital (WACC) supérieur après l'opération notamment dans le secteur de la grande distribution alimentaire car les surfaces de ventes exploitées ont une vraie valeur immobilière due à des facteurs intrinsèques (localisation, le caractère neuf, la signature du locataire) ce qui peut constituer un collatéral précieux notamment en tant de crise. Le profil de risque de la société a donc changé après la transaction. Il paraît donc incorrect d'appliquer le même coût du capital (WACC) à une société avant et après le sale-and-leaseback.

2. Un risque financier non perçu

La prise en compte du risque devrait faire décroître le cours de bourse d'une société cotée à l'annonce de la transaction. Paradoxalement l'impact positif sur le cours de bourse à l'annonce d'un sale-and-leaseback comme nous avons pu le voir précédemment est souvent constaté par les études empiriques. Cette hausse du cours signifierait que les investisseurs en bourse n'ajustent pas directement à la hausse le coût du capital qu'ils exigent de ces sociétés à l'annonce et ne perçoivent l'augmentation du risque de l'actif économique bien après l'opération. Comment se fait-il que le marché qui peut être considéré comme efficient au sens semi-fort ne perçoive pas l'actif immobilier comme un actif qui change le profil de risque de la société ? La réponse est peut-être que au moment de la transaction les actifs immobiliers au bilan d'une société ne sont pas perçus comme des actifs financiers qui diversifient le portefeuille d'actifs de la société. Le sale-and-leaseback serait envisagé par le marché comme un moyen de libérer du capital immobilisé de façon inutile dans le processus de production. Si une société peut libérer les mêmes flux de trésorerie en immobilisant moins de capital (à même niveau de risque) alors elle doit le faire. Cependant, ce raisonnement au moment de la transaction ignore le pouvoir de diversification de l'immobilier. En effet, la valeur des actifs immobiliers est négativement corrélée aux autres classes d'actifs.

Ainsi, Pierre Schoeffler, chercheur à l'institut de l'épargne immobilière et foncière (IEIF) a publié en 2007 une étude qui porte sur la période, de 1985 à 2005. Cet intervalle est relativement homogène en termes de conditions monétaires : 1985 est l'année où le taux des emprunts d'État passe en dessous de 10 %. Dans son étude, le marché immobilier est apprécié au travers du marché des bureaux « prime » de Paris QCA (quartier central des affaires) reflété par les données transactionnelles compilées par CBRE, le marché des actions par l'indice SBF 250 calculé par Euronext, le marché des obligations par l'indice des emprunts d'État (OAT) à dix ans.

L'analyse du comportement croisé de l'immobilier et des obligations permet de mettre en évidence le pouvoir de diversification de l'immobilier. Contrairement aux actions qui sont positivement corrélées aux obligations, l'immobilier est, lui, négativement corrélé aux obligations comme le montre les deux graphiques suivants.



La corrélation entre immobilier et obligations est de -20 % et celle entre actions et immobilier de 23 %. Les deux corrélations sont nettement inférieures à celle entre les deux actifs traditionnels, actions et obligations à savoir 41 %. L'origine de la corrélation négative entre immobilier et obligations est à chercher dans le décalage des cycles de prix entre ces deux actifs. En début de cycle de hausse des taux d'intérêt, l'effet « anticipation de croissance des loyers » est prépondérant et fait plus que compenser l'effet « augmentation du taux d'actualisation ». En fait, le cycle de l'immobilier suit celui des obligations avec un certain retard. C'est cette caractéristique qui provoque une corrélation négative entre les prix instantanés de ces deux actifs. Par ailleurs, le bêta de l'immobilier est nettement inférieur à 1, il est même inférieur au bêta des obligations alors que sa volatilité est supérieure.

Donc souvent le profil de risque des actifs immobiliers diffère du risque global de la société et le sale-and-leaseback a donc un effet sur le coût du capital (WACC). Cependant les marchés ne reconnaissent pas complètement le caractère unique du profil de risque des actifs immobiliers ce qui implique que la possession de l'immobilier n'est pas jugée appropriée pour les sociétés dont le WACC est supérieur au taux de capitalisation de ses actifs immobiliers ce qui est souvent le cas. Cela induit une sous-évaluation des actifs immobiliers de la société par les marchés.

De plus il est difficile de connaître la valeur de marché des actifs immobiliers d'une société du fait des dotations aux amortissements et de l'inflation. Le prix historique de l'acquisition au bilan n'est pas un bon indicateur de sa valeur de marché. Donc, il est souvent plus simple pour le marché de considérer que les actifs immobiliers sont des actifs non financiers et que l'externalisation rend le bilan plus transparent et facile à évaluer.

Dans notre recherche empirique cette double myopie n'a pas lieu car les actifs immobiliers comme les galeries marchandes, les surfaces de ventes et les centres commerciaux ont une valeur intrinsèque et un pouvoir de diversification très bien perçu par les investisseurs.

Enfin, au delà de l'augmentation du risque financier d'une société à la suite d'une opération de sale-and-leaseback de nombreux risques opérationnels se surajoutent ce qui conduit les marchés financiers à exiger un coût du capital plus important.

b. Les facteurs de risque opérationnel

Nous avons mené une série d'entretiens auprès de professionnels de l'immobilier travaillant notamment chez Générale de Santé, Mercialys, Icade, Gecina, Axa REIM, pour comprendre les trois grands désavantages opérationnels de l'externalisation immobilière pour une société.

Tout d'abord, la difficulté de choisir la longueur du bail et les termes du contrat peuvent poser des problèmes de flexibilité. Un contrat de leasing peut être un engagement de très long terme (au moins 10 ans) ce qui peut réduire sa flexibilité opérationnelle. Comment une société peut prévoir ses besoins d'occupation nécessaire ? Cette étape peut conduire à choisir des durées inadaptées.

Un autre désavantage est la perte du pouvoir de reconversion du site immobilier. Posséder de l'immobilier peut être un avantage compétitif notamment dans le domaine de la grande distribution. C'est le cas lorsque la société a besoin de reconvertir son activité surtout lorsqu'il s'agit d'actifs immobiliers spécialisés et adaptés à des besoins particuliers (exemple : les exploitants de salle de cinéma lorsque le secteur est en crise). Les clauses restrictives sur l'activité de la société dans le contrat de leasing peuvent limiter la souplesse de reconversion. C'est pourquoi les actifs immobiliers qui restent souvent dans le bilan des sociétés sont des actifs spécialisés ou stratégiques et non des actifs « banalisés » comme des bureaux.

Enfin, nos comptes-rendus d'entretiens reflètent le contexte de récession économique de la période 2008-2009. L'ajustement du coût du capital à la hausse peut aussi provenir du fait que certains investisseurs anticipent qu'il est pénalisant de vendre son immobilier pour une société en détresse financière. Or cette situation de détresse arrive plus souvent en période de récession. En effet, une société est en détresse financière souvent lorsque les prix de l'immobilier ne sont pas au plus haut. De plus une société qui est en restructuration financière perd en crédibilité et en pouvoir de négociation lorsqu'il s'agit de négocier un contrat de location. Enfin, lorsque la société est en détresse financière, elle a déjà opéré un reclassement de ses opérations ce qui signifie que le taux de vacance de ses actifs immobilier est important ce qui réduit leur valeur.

Ces facteurs opérationnels s'ajoutant aux risques financiers viennent expliquer le réajustement du WACC à la hausse observé empiriquement pour les sociétés ayant largement procédé à des sale-and-leaseback.

Conclusion

Il nous faut donc conclure que l'externalisation de l'immobilier est créatrice de valeur seulement sous certaines conditions et que cette opération augmente le profil de risque de la société.

La possibilité de créer de la valeur par le biais de cette opération a été prise en compte par les grandes sociétés européennes. En effet, le sale-and-leaseback a connu un fort succès depuis 15 ans en Europe du fait :

- D'arguments propres aux investisseurs immobiliers :
 - La performance stable des baux de type obligataire
 - La protection par le transfert de propriété
 - La longueur du bail
 - La possibilité de trouver des locataires aux signatures rassurantes
 - La multiplication des acteurs du marché immobiliers et l'activité des investisseurs institutionnels
 - La financiarisation de l'immobilier par la création de nombreux véhicules d'investissements

- D'arguments propres aux entreprises :
 - La possibilité de se recentrer sur le « core business »
 - La myopie partielle des marchés concernant la valorisation des actifs immobiliers
 - L'avantage fiscal
 - La cyclicité du marché immobilier
 - Les contextes de crise qui entraînent des besoins urgents de liquidités

Le succès de ce type d'opération depuis 15 ans soutient la thèse selon laquelle l'externalisation immobilière serait créatrice de valeur. Cependant, selon la théorie classique des marchés en équilibre, l'annonce d'un sale-and-leaseback devrait être neutre. Pour créer de la valeur, les fonds dégagés par l'externalisation doivent donc être réinvestis à un taux supérieur au coût du capital. Le projet doit être porteur d'un avantage stratégique pour pouvoir bénéficier d'une rente économique. De plus, même si la fiscalité de l'opération n'est pas créatrice de valeur en soi, elle a contribué au succès de ces opérations. Enfin cette opération est créatrice de valeur lorsque le timing est optimal. En règle générale, mieux vaut ainsi être propriétaire en bas de cycle, et être locataire en haut de cycle. Cependant, dans la

pratique, les entreprises achètent et vendent des actifs immobiliers quand elles en éprouvent le besoin. Elles sont alors plus réactives que proactives dans ce cycle, ce qui peut amener l'entreprise à détruire de la valeur. Depuis juin 2009, l'augmentation de la valeur des actifs « prime » a amélioré la confiance du marché du crédit bancaire. Au deuxième semestre de 2010 et en 2011, l'évolution des loyers sera clé pour les investisseurs qui se demanderont si les loyers auront atteint le fond pour justifier des nouveaux changements de rendements.

Cependant cette création de valeur n'est pas toujours vérifiée empiriquement. Nous avons étudié la rentabilité et les niveaux de valorisation des entreprises ayant intensément externalisé leur immobilier dans le secteur de la grande distribution (ayant un fort ratio actifs corporels/chiffre d'affaires). Nous avons établi une corrélation négative entre la rentabilité de l'actif économique (ROCE) et le ratio actifs corporels/chiffre d'affaires. En effet, sans surprise, l'externalisation immobilière réduit la valeur de l'actif économique ce qui augmente le ROCE. Nous avons aussi établi une corrélation négative entre les multiples de valorisation et le ratio actifs corporels/chiffre d'affaires. Notre analyse contredit l'opinion généralisée selon laquelle l'externalisation immobilière serait créatrice de valeur. La valeur de liquidation d'une société ayant externalisé en grande partie ses actifs corporels serait selon nous inférieure à celle d'une société comparable mais n'ayant pas externalisé ses actifs corporels. En effet, l'externalisation immobilière semble augmenter le bêta non endetté de ces sociétés et donc la dispersion des flux de trésorerie futurs. Plus une société possède d'actifs corporels dans son bilan plus cette dispersion est faible. Donc, il est intéressant de comprendre l'évolution du profil de risque d'une société après une opération d'externalisation immobilière.

L'interprétation de nos résultats empiriques comporte des facteurs explicatifs financiers et opérationnels. D'un point de vue financier, l'externalisation augmente le levier financier et donc le risque de défaillance de l'entreprise lorsque son endettement devient trop important. Cependant tous les investisseurs ne réajustent pas le coût du capital à la hausse car leur calcul du coût financier de l'opération n'inclut pas toujours l'indexation des loyers sur l'indice de référence. Aussi, certains investisseurs n'assimilent pas cette opération à de la dette financière comme le font les agences de notations ce qui conduit à sous-estimer le risque financier après l'opération. Enfin, les actifs immobiliers ont parfois une vraie valeur immobilière qui peut constituer un collatéral précieux et ces actifs immobiliers ne sont pas toujours perçus comme des actifs financiers qui diversifient le portefeuille d'actifs de la société. Tous les investisseurs n'intègrent pas le fait que le profil de risque des actifs immobiliers diffère du risque global de la société. Le profil de risque financier de la société

change donc après la transaction. Enfin, au-delà des arguments financiers qui expliquent l'augmentation du risque d'une société de nombreux risques opérationnels (manque de flexibilité, faible pouvoir de reconversion et externalisation sous optimale en contexte de crise) se surajoutent et doivent conduire selon nous à exiger un coût du capital plus important après l'opération.

A la suite de notre étude, il serait intéressant de comprendre les effets du sale-and-leaseback sur les ratios clés composant la rentabilité à long terme (notamment la marge opérationnelle et l'intensité capitalistique), à savoir l'évolution pré-transaction et post-transaction. Il faudrait aussi approfondir la réflexion concernant l'utilisation de la trésorerie libérée par les sociétés après les opérations d'externalisation. Cela permettrait de savoir si l'externalisation et les projets mis en œuvre avec la trésorerie dégagée ont permis en moyenne à ces sociétés d'obtenir un avantage compétitif sur leurs marchés. Enfin au regard des facteurs de risques opérationnels précités, il serait important de comprendre la manière avec laquelle les sociétés qui ont externalisé leurs actifs ont réussi à garder une certaine flexibilité sur la gestion de leur parc immobilier.

Bibliographie

Ouvrages

Jérôme Barthelemy, (2001), *Stratégies d'externalisation*, Dunod

Pascal Quiry et Yann Le Fur, (2010), *Vernimmen*, Dalloz

Philippe Tannenbaum, (2009-2010), *les fonds immobiliers*, Editions Delmas

Brealey R.A. & Myers, S, (2003), *Principles of Corporate Finance*

Articles de presse et études

Claire Daguerry et Grégoire Sabah, (2006), *Le développement des fonds immobiliers en France*, la fiche thématique du Capital Investissement,

Marc Cretté et Stéphane Dejumné, (2009), *L'externalisation du patrimoine immobilier en période de crise financière*, Décideurs Stratégie Finance Droit

Michael Lindsay, John Taylor, Adrian Benedict, Revathi Padmakumar, (2006), *Sale and leaseback takes the spotlight*, Etude KPMG

Yassine Houria, Christopher Terestchenko, Guy-Young Shin, Corinne Pinçon et Thierry Gaiffe, (2008), *L'immobilier non coté dans une allocation*, Cahier Technique Seedsfinance

Valérie Riochet, (2010), *Externalisation immobilière, un marché encore étroit*, AGEFI

Guy Schwartz, (2005), *L'externalisation des murs d'exploitation prend un nouvel essor*, Les echos

Sophie Sanchez, (2009), *Renault souhaite céder des actifs immobiliers*, La Tribune

Danièle Guinot, (2010), *Le choix de l'externalisation*, Le Figaro Magazine

Juliette Rouillon, (2009), *La crise force les entreprises à optimiser leur parc immobilier*, Actualités Challenges

Thèse/Mémoire

Maxime Yao, (2002-2003), *les enjeux de l'externalisation des actifs immobiliers*

Antti Louko, (2006), *corporate real estate disposal impacts on corporate performance*

Pierre Schoeffler, (2007), *Immobilier : une classe d'actifs de style performance absolue*

Laurent Batsch, *Sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC), valeur et prix*

Présentations

Financement Corporate vs. Sans Recours, (2008), Morgan Stanley

L'externalisation, (2008), Générale de Santé

Les clefs du succès pour réussir une externalisation immobilière une externalisation immobilière, (2009), Franklin

Notes de brokers

Christelle Bastard, (2010), *Les investisseurs allemands en France*, CBRE

John Wilson et Richard Holberton, (2009), *European sale and leasebacks a viable alternative for raising capital*, CBRE

John Wilson, Ian Billenness, Richard Holberton, (2008), Corporate sale and leasebacks, CBRE

Anna N. Lee, (2009), *Brokers who understand these complex transactions can help save their clients' businesses*, Scotsman Guide

John Welham, (Décembre 2009) Executive Director, CB Richard Ellis, *European Capital Markets*

Robert Stassen (3 Mars 2010), *Real Estate Journal #10, Growth should be rewarded*, Crédit Suisse Research

Joly, Arnaud, (9 Mars 2010), *Retail - Weekly*, Ca Cheuvreux

Articles de recherche

Alvayay, Rurherford, Smith, (1995), *Tax Rules and the Sale and Leaseback of CRE*, Real Estate Economics

Mark Golan, (1998), *The own v lease decision — Myth and reality*, Journal of Corporate Real Estate

Hite, Owers, Rogers, (1984) *The separation of real estate operations by spin-off*

Steven devaney, Colin Lizieri (2005), *Individual Assets, Market Structure and the Drivers of Return*, AREUEA Journal.

Miller et Upton, (1976), *Leasing, buying, and the cost of capital services*, The Journal of Finance

Rerolle, (1998), *L'immobilier est une source de creation de valeur*, Etude Ernst & Young

Rutherford, (1990), *Empirical Evidence on Shareholder Value and the Sale-Leasehack of Corporate Real Estate*, AREUEA Journal

Devaney, Lizieri, (2004), *Sale and leaseback, asset outsourcing and capital market impacts*, Journal of Corporate Real Estate

Seiler, Chatrah, Webb, (2001), *Real asset ownership and the risk and return to stockholders*, JRER

Slovin, Sushka, Polonchek, (1990), *Corporate Sale-and-Leasebacks and Shareholder Wealth*, The journal of finance

Sites internet, base de données

Business Source Complete (EBSCO)

Abi-Inform (Proquest)

ScienceDirect (Elsevier)

Emerald (Emerald Group Publishing Limited)

IBES

Autres sources

Rapport Annuels 2008 de Accor, Gecimed, Gecina, Générale de Santé, Icade, Mercialys

Entretiens avec des experts du secteur de l'immobilier chez Accor, Gecina, Générale de Santé, Icade, Mercialys Axa REIM