

## L'IMMOBILIER EST UNE SOURCE DE CREATION DE VALEUR

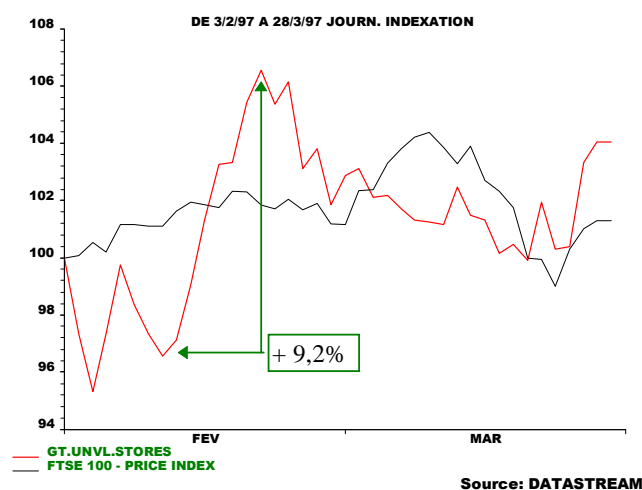
Les grands groupes cotés se sont engagés dans des politiques actives de création de valeur. Il s'agit d'introduire dans l'entreprise la logique de marché financier et de donner un rôle supplémentaire aux managers, celui de gestionnaire d'actifs.

Dans ce cadre, la plupart des mesures qui sont prises concernent la politique d'investissements industriels et la maîtrise des besoins en fonds de roulement. Au-delà de ces actions, il existe cependant des sources de valeur largement inexplorées. L'immobilier d'entreprise en est une. L'enjeu est considérable car la valeur de marché de ce type d'actif constitue souvent une part importante de la valeur de marché totale des entreprises qui les possèdent.

Le financier d'entreprise doit donc s'interroger sur les conditions dans lesquelles l'immobilier de son groupe peut constituer une source de création de valeur. La réponse réside le plus souvent dans son **externalisation**. En effet, l'expérience d'un nombre croissant d'entreprises, tant aux Etats-Unis qu'en Europe, montre que l'externalisation de l'immobilier permet non seulement de libérer de la valeur actionnariale au niveau du groupe, mais aussi d'entreprendre une véritable politique de création de valeur immobilière.

### Externaliser pour libérer de la valeur actionnariale au niveau du groupe

En février 1997, Great Universal Stores a formé une joint-venture avec British Land à laquelle ont été apportés 960 M£ d'actifs immobiliers. Cette opération s'est traduite par une augmentation du cours de 9,2%, soit, compte tenu de celle de l'indice et de l'indice de sensibilité du titre aux évolutions du marché, une surperformance de 8,5%.



D'autres opérations de même nature ont été récemment initiées par des groupes cotés importants. Telefonica, en Espagne, vient d'entamer un processus de scission de 3 Mds de \$ d'actifs immobiliers au profit d'une foncière qui sera ensuite cédée en bourse. Le titre a aussitôt progressé de 7,65% (surperformance de 2,5%). La CGE a isolé en 95 l'ensemble de ses activités BTP et immobilier au sein d'un pôle autonome, la CGIS. Cette clarification s'est traduite par une surperformance de 5,21%. Tesco, une autre chaîne de supermarchés Britannique, a formé au début de l'année 1998 une société commune avec British Land à laquelle 460 M£ d'actifs immobiliers ont été apportés. Le titre a surperformé de 5,13%.

Les réactions très favorables du marché à l'égard de ces opérations financières corroborent les résultats d'une étude menée il y a X années qui montrait que la progression d'un titre pouvait atteindre en moyenne 9% après annonce de l'externalisation de l'immobilier.

Ainsi, en rétablissant une vérité économique faussée par la présence de l'immobilier, l'externalisation assainit les mécanismes internes d'allocation des capitaux. Noyé dans les actifs de l'entreprise, l'immobilier obscurcit un paramètre de gestion essentiel, le coût du capital. Le risque de l'immobilier étant inférieur à celui des actifs industriels, l'entreprise devrait logiquement utiliser des coûts du capital distincts en fonction de la nature des actifs. En se référant à un coût du capital global, elle minore artificiellement l'exigence de rentabilité qui pèse sur ses décisions industrielles. L'externalisation permet de clarifier les attentes de rentabilité en les alignant sur le risque réel des actifs.

Par ailleurs, comme toute ressource considérée comme gratuite (l'exigence de rentabilité n'étant pas externalisée), l'immobilier est menacé par le gaspillage. Les managers utilisateurs n'ont aucune contrainte d'optimisation. Son externalisation rétablit une vérité économique en les obligeant à considérer cet actif comme une ressource coûteuse qui doit être prise en compte en tant que telle dans les décisions opérationnelles. Elle permet ainsi d'identifier plus sainement les besoins industriels, indépendamment des situations immobilières acquises.

De plus, l'externalisation permet à l'entreprise de dégager des ressources supplémentaires qu'elle pourra, à terme, investir dans des projets dont il est probable qu'elles créeront plus de valeur que des investissements immobiliers. Cependant, la simple ré-affectation des sommes bloquées dans l'immobilier à des projets industriels ne saurait en elle-même créer de la valeur. Il n'y aura création de valeur que s'il existe un écart positif entre la rentabilité de l'investissement et le coût du capital industriel, et non si ces fonds rapportent davantage que le taux de rendement de l'immobilier.

Autre bénéfice notable d'une opération d'externalisation de l'immobilier : elle augmente la flexibilité globale du groupe qui l'initie. L'une des évolutions majeures de nos économies est la montée de l'immatériel dans l'offre des entreprises, et dans leurs moyens de production. Dans une économie marquée par la vitesse et la connectivité, la valeur dépend avant tout de la flexibilité. Le capital, dans son acception traditionnelle n'est plus le fondement de la valeur de l'entreprise. Pour être plus adaptable, l'entreprise doit diminuer sa dépendance à l'égard des actifs tangibles au profit d'actifs plus immatériels (relations avec les clients, capital intellectuel et structurel, R&D, animation d'un web économique autour de ses activités...). Par ailleurs, dans cet environnement, la possession d'actifs comporte des risques. Un actif spécialisé peut être soudainement dépassé avant d'avoir été pleinement exploité. De plus, la propriété peut handicaper l'évolution d'une entreprise en l'empêchant d'adopter une solution plus optimale. D'une manière générale, la vitesse et la connectivité vont dans le sens contraire d'investissements physiques. Le capital en tant qu'accumulation d'actifs tangibles doit céder la place à un capital « juste à temps », privilégiant l'accès à l'utilisation de capacités.

A l'inverse de beaucoup d'actifs tangibles, l'immobilier est celui qui est le moins spécifique à l'activité de l'entreprise qui le possède. Dans une recherche de flexibilité et d'adaptabilité, l'externalisation de l'immobilier est donc l'action la plus évidente et la plus rapide qu'une entreprise puisse entreprendre.

Enfin, l'externalisation de l'immobilier améliore la visibilité des investisseurs. En clarifiant la lecture des véritables performances industrielles et immobilières du groupe, elle conduit à une plus grande transparence vis-à-vis du marché. Dans la mesure du possible, les investisseurs recherchent des véhicules d'investissement purs afin de pouvoir calculer précisément le couple risque/rentabilité offert et le comparer avec des entreprises similaires. En augmentant la transparence, le groupe diminue l'incertitude de l'investisseur et augmente mécaniquement la valeur des titres. A l'inverse, les investisseurs ne peuvent que pénaliser une entreprise qui ne serait pas en mesure de chiffrer la valeur de leur immobilier. Si l'entreprise n'est pas à même de le faire, a fortiori les investisseurs.

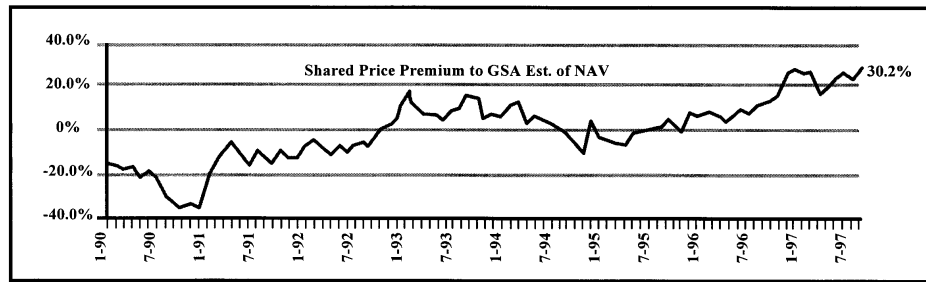
Cet impact est analogue à celui observé lors des scissions d'entreprises. Le fait qu'une entreprise décide de scinder deux activités très différentes se traduit généralement par des progressions très significatives de la valeur actionnariale (une étude de JP Morgan sur 77 opérations a montré que la surperformance par rapport au marché dans les 18 mois qui suivent s'établit à 25% en moyenne).

Le second avantage de l'externalisation immobilière qui est valorisé immédiatement par le marché est l'augmentation de la liquidité. La diversification est de la responsabilité de l'investisseur, pas de celle du management. L'externalisation permet à l'actionnaire de sortir (immédiatement ou à terme) d'un actif dans lequel il ne souhaitait pas investir à l'origine.

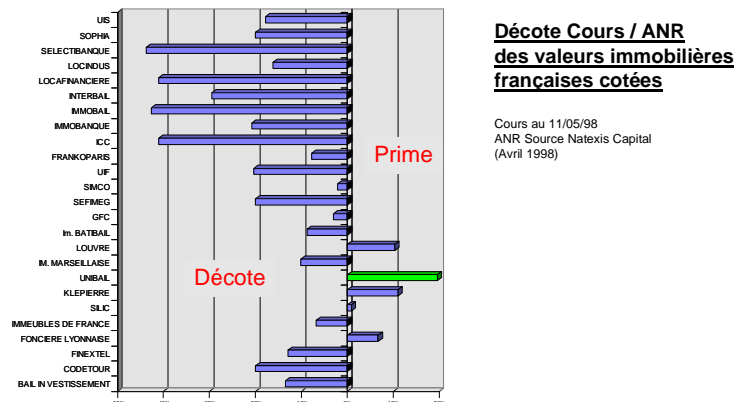
## Externaliser pour créer de la valeur immobilière.

Au-delà des impacts bénéfiques de l'opération pour le groupe initiateur, l'externalisation immobilière est le préalable indispensable à l'augmentation de la valeur immobilière elle-même. En identifiant précisément les actifs immobiliers et en les apportant à une ou plusieurs structures spécifiques organisées dans une perspective de gestion de la valeur, le groupe est en mesure de créer de la valeur immobilière pour ses investisseurs, qu'ils soient actionnaires d'origine, ou qu'ils soient nouveaux venus au capital de la ou des foncières auxquelles est apporté l'immobilier.

Cette capacité à créer de la valeur est très largement démontrée par les R.E.I.T.S. américains (véhicules totalement transparents fiscalement) qui présentent une sur-cote de plus de 20% par rapport à la valeur de leur actif net réévalué. Cette sur-cote s'est créée avec le temps avec l'affirmation de méthodes de management et de stratégies immobilières axées sur la création de valeur.



Même si elles s'inscrivent dans le cadre d'une législation fiscale particulière, les performances de ces véhicules d'investissement immobiliers ne sont pas une spécificité américaine. L'immobilier européen peut lui aussi créer de la valeur à la condition de mettre en oeuvre une véritable politique de création de valeur comme le montre l'exemple d'Unibail, qui, avec une capitalisation de 9,6 Mds de F, affiche une prime de +20% par rapport à son actif net réévalué, se rapprochant ainsi très sensiblement des performances des REITS américains.



### Décote Cours / ANR des valeurs immobilières françaises cotées

Cours au 11/05/98  
ANR Source Natexis Capital  
(Avril 1998)

Pour reproduire ces performances, les foncières doivent adopter des décisions fortes selon trois axes : la gestion opérationnelle, la gestion stratégique, et la politique financière.

La création de valeur est assurée sur le plan opérationnel par le simple fait que les actifs immobiliers sont, enfin, réellement gérés professionnellement. La structuration juridique et fiscale qui permet de tirer profit de l'ensemble des possibilités d'optimisation offertes par la législation est un premier facteur de création de valeur. Un autre avantage réside dans la spécialisation et la professionnalisation de la gestion, qui est un bénéfice classique de toute externalisation. L'expérience montre cependant que les vrais leviers sont offerts par l'exploitation d'une information plus précise et pertinente et par la mise en place d'outils de gestion plus sophistiqués.

L'individualisation de l'immobilier permet de suivre plus rigoureusement ses performances. Un coût du capital immobilier doit être calculé pour chaque foncière. Il offre au gestionnaire une base rationnelle pour tous ses choix de gestion ou d'investissement. Par ailleurs, si la foncière est cotée, le management dispose d'un indicateur de performance à la fois pertinent et exigeant, son cours de bourse. Cette information lui permet de mieux se comparer à ses concurrents, car il ne faut pas oublier que les investisseurs font des arbitrages entre des véhicules présentant des risques similaires, mais n'offrant pas la même rentabilité.

Sur la base d'informations à la fois plus précises et plus économiques, les gestionnaires de foncières peuvent déployer des outils plus sophistiqués qui les aideront à prendre des décisions créatrices de valeur. Il en est ainsi de tous les modèles de simulation qui sont basés avant tout sur les cash flows futurs disponibles, mais qui intègrent des fonctionnalités statistiques et probabilistes. Ces fonctionnalités leur permettent d'affiner les scénarios de gestion et donc d'améliorer les décisions d'investissement et de financement.

Les foncières doivent ensuite poursuivre une véritable stratégie de portefeuille immobilier. Au delà de la création de valeur portant sur le patrimoine existant grâce à une meilleure gestion opérationnelle, le management d'une foncière a pour vocation essentielle de valoriser ses actifs par une gestion dynamique. A l'instar d'une entreprise qui doit choisir son portefeuille d'activité, une foncière doit sélectionner les catégories d'actifs qu'elle souhaite détenir, et surtout s'attacher à améliorer leur qualité et leur cohérence.

La première clé de succès réside dans la structuration initiale du portefeuille de l'entreprise. Mais l'histoire de l'entreprise, généralement faite d'accumulation de biens immobiliers souvent hétérogènes, rend difficile la constitution immédiate d'une structure de détention optimale, même si tous les biens ne sont pas apportés à une foncière (cession préalable d'actifs isolés ou cession de blocs d'actifs).

C'est la raison pour laquelle le management est conduit à faire progressivement des arbitrages (cession des biens les moins valorisables, acquisition de biens complémentaires) afin de renforcer la qualité de l'immobilier dont il a la charge.

Sans l'existence d'une foncière, l'entreprise ne saurait créer de la valeur en cédant son immobilier, soit à un tiers, soit à une foncière. En effet, la valeur de marché de l'immobilier est déjà intégrée dans son cours. Vendre à un prix supérieur à la valeur de marché signifierait que les conditions de location consenties au nouveau bailleur seraient défavorables à l'entreprise. En revanche, une foncière peut créer de la valeur en cédant ou en achetant car c'est son métier. Non seulement elle possède un savoir-faire dans ce domaine, mais en outre, elle a la capacité de valoriser l'actif immobilier préalablement à la vente ou postérieurement à l'achat.

Au-delà de ce travail de fond sur la nature du patrimoine possédé, il faut, pour créer de la valeur, atteindre une taille critique afin de se donner les moyens d'attirer davantage de catégories d'investisseurs. La création de foncières répond à ce besoin qui ne peut être comblé uniquement par des acquisitions, mais qui, à terme, passe par la constitution d'alliances ou de fusions.

Les foncières doivent enfin conduire une politique de marketing financier des titres immobiliers. La mise sur le marché financier des foncières est la conséquence logique de l'externalisation de l'immobilier du groupe lorsqu'il n'est pas cédé d'emblée. Comment peut-on créer de la valeur en mettant ces structures sur le marché ? En effet, la valeur d'un actif ne peut être supérieure à celle des cash flows qu'il est en mesure de générer. La cotation d'un actif ne permet ni d'augmenter, ni d'accélérer la génération des cash flows de la foncière. Cette problématique est la même que celle qui conduit à l'impossibilité de créer de la valeur en modifiant la structure de financement de l'entreprise (impact fiscal mis à part).

En réalité, il est possible de répondre à des besoins spécifiques de la clientèle financière. C'est une question de marketing financier qui consiste à identifier ces besoins spécifiques non ou mal satisfaits aujourd'hui et à articuler une offre qui leur réponde convenablement.

Pour que la somme des parts soit supérieure à la valeur de la totalité, il faut, en premier lieu, qu'il existe une demande spécifique et que des coûts soient attachés à sa satisfaction, et ensuite que l'offre présentée soit coûteuse pour l'émetteur. A cette double condition, il est possible de créer de la valeur sans que les cash flows soient modifiés.

C'est justement le cas dans le secteur de l'immobilier. Après avoir traversé la période des fonds vautours, les investisseurs (étrangers en particulier) abordent une période caractérisée par la recherche d'investissement à long terme avec une perspective de cotation à terme. Les investisseurs susceptibles d'être intéressés par ce type d'investissement sont nombreux et puissants : les « investment bank » et leurs fonds, les REITS, et enfin les fonds de pension anglo-saxons. Aujourd'hui la demande est forte alors que l'offre internationale reste balbutiante.

Comme pour tout actif, la création de la valeur immobilière passe par une démarche volontariste. La définition de la stratégie et la structuration initiale nécessitent l'intervention coordonnée, souvent au niveau international, de compétences multiples (financières, stratégiques, juridiques, fiscales, organisationnelles et immobilières) couvrant la totalité du processus d'exécution et s'exerçant avec l'indépendance propre à garantir l'exactitude des raisonnements et des décisions. Ce type d'opération est complexe, mais, aujourd'hui, la demande d'actifs immobiliers structurés est forte alors que l'offre internationale reste balbutiante. Une fenêtre d'opportunité s'est donc ouverte pour les grands groupes industriels pour aller au-delà de la libération de la valeur engendrée par l'externalisation.

Jean Florent Rerolle  
Associé

## ANNEXE

Le processus d'exécution est complexe, il se décompose comme suit :

1. Identification des besoins opérationnels
  - identification des besoins immobiliers à court, moyen et long terme en fonction de la stratégie de l'entreprise,
  - identification du niveau de service exigé,
  - identification de la sensibilité en terme de flexibilité,
2. Analyse du portefeuille immobilier
  - détermination des sites stratégiques et non stratégiques,
  - évaluation à vide de l'ensemble des sites,
  - stratification du portefeuille en fonction des besoins d'utilisation,
  - définition des baux en terme de durée d'engagement et de niveau de loyer correspondant,
  - définition des prestations de services associées ainsi que leur coût,
  - évaluation avec leurs baux de l'ensemble des sites,
3. Structuration du portefeuille
  - après identification des attentes du marché en terme de produits,
  - structuration juridique et fiscale,
  - définition des principes et des processus de management,
  - définition des objectifs,
  - définition des processus de benchmark,
  - définition et mise en œuvre du système d'information et des tableaux de bords,
  - utilisation des outils financiers et des effets de levier,
4. Cession structurée du portefeuille
  - identification et définition des typologies de cession retenues,
  - identification des investisseurs potentiels,
  - formalisation des dossiers d'investissement,
  - analyse des offres,
  - assistance à la négociation,
  - finalisation.

L'ensemble de ces démarches doit nécessairement être coordonné par une structure centralisatrice garante de la cohérence de l'ensemble. Il est à noter que la taille des patrimoines, leur répartition géographique (très souvent mondiale) et leur diversité en terme de nature imposent des structures de conseil internationales pluridisciplinaires, indépendantes et fortement expérimentées assurant les fonctions suivantes :

créer les conditions d'identification des besoins opérationnels stratégiques,  
structurer le recueil et l'analyse des données,  
établir les conditions et les termes des services produits entre la ou les foncières et la structure industrielle,  
définir les processus de management de la structure immobilière,  
évaluer le patrimoine et mettre en œuvre les conditions locatives de marchés,  
effectuer la structuration technique du portefeuille,  
réaliser la structuration du montage financier de cession,  
assister l'entreprise dans la négociation,  
contrôler la qualité de l'ensemble des processus.

Le schéma ci-après décrit le processus type.

