

# L'externalisation des patrimoines immobiliers, un phénomène structurel ?<sup>1</sup>

PAR INGRID NAPPI-CHOULET<sup>2</sup>

*Les récentes externalisations de patrimoines immobiliers, par des entreprises publiques et privées en France et en Europe, ont occupé une place importante dans l'actualité immobilière. Le phénomène est de grande ampleur, mais s'agit-il pour autant d'une tendance structurelle ? Pour répondre à cette question, Ingrid Nappi-Choulet analyse les évolutions récentes dans le double contexte de financierisation et de gouvernement d'entreprise.*

Depuis ces trois dernières années en Europe, plusieurs grandes entreprises, tant publiques que privées, ont cédé d'importants portefeuilles d'actifs immobiliers pour des montants significatifs, souvent supérieurs au milliard d'euros.

Les cessions de portefeuilles d'actifs immobiliers par des grands opérateurs téléphoniques européens, tel France Télécom ou British Telecom, dépassant chacune trois milliards d'euros en 2001, ont particulièrement retenu l'attention des médias et de la presse professionnelle, tandis que le secteur immobilier commençait à sortir enfin de la crise et de la récession immobilières des années 1990.

Ces cessions d'actifs immobiliers marquent d'autant les esprits qu'elles font suite à la vague d'externalisation d'importants portefeuilles immobiliers par des ministères publics en Grande-Bretagne entre 1998 et 2000, qui représentaient alors plusieurs millions de mètres carrés d'immobilier d'entreprise.

Par les montants exprimés et les surfaces concernées, l'impact de ce type d'opérations peut être considérable aussi bien en matière de refinancement que de gestions d'actifs immobiliers. Le mouvement contribue

également à susciter une forte activité sur le marché de l'investissement immobilier. Selon Insignia Bourdais, en 2001, les ventes réalisées par les entreprises, multipliées par deux en un an, ont représenté à elles seules 45 % du montant total des ventes estimé à 12 milliards d'euros.

Selon certains, cette vague d'externalisation de portefeuilles immobiliers aurait toutes les raisons de se poursuivre, puisqu'elle résulte de la nécessité croissante pour les entreprises de réduire leur endettement et de dégager des ressources pour répondre à leur besoin d'investissement.

Pour d'autres, l'externalisation des patrimoines immobiliers a cependant des limites, ne peut porter que sur certains types d'immeubles et ne s'effectue que dans un contexte économique et financier particulier.

La question est en fait plus générale. Peut-on considérer l'externalisation des actifs immobiliers par les entreprises comme un fait structurel, résultant d'une réorganisation de la stratégie immobilière de l'entreprise, voire d'une révolution culturelle concernant l'immobilier de l'entreprise, ou s'agit-il d'un phénomène davantage conjoncturel qui s'inscrit dans un contexte économique et financier particulier ?

Mais, tout d'abord, de quoi parlons-nous ?

Le terme « externalisation » est en effet aujourd'hui tellement à la mode qu'il prête souvent à confusion.

1. Cet article a fait l'objet d'une intervention de l'auteur à la conférence IPD de Wiesbaden, en mai 2002.

2. Professeur, ESSEC et ENPC.

## Une question de définition

Economiquement, on entend par externalisation d'actifs immobiliers toute cession d'actifs d'exploitation, en général de l'immobilier d'entreprise, par des entreprises, utilisateurs finaux, en vue de leur location. Il est important de préciser que l'externalisation se distingue ainsi clairement d'une cession ou du désinvestissement d'actifs détenus en patrimoine de rapport qui ne sont pas indispensables à l'exploitation de l'entreprise (cessions de logements par exemple) ou d'actifs immobiliers d'exploitation qui ne seront plus occupés. Très souvent, par abus, sont confondues cession d'actifs, dans le cadre d'une politique d'arbitrage d'actifs, et externalisation d'actifs immobiliers.

De nombreuses opérations de ventes d'actifs immobiliers non utilisés pour l'exploitation par des entreprises fortement endettées ont ainsi été comptabilisées à tort comme des opérations d'externalisation immobilière. La confusion a porté de même sur les cessions d'actifs immobiliers par des compagnies d'assurance ou par d'autres types d'investisseurs institutionnels dans le cadre de politique d'arbitrage d'actifs.

Les formes d'externalisation de la politique immobilière de l'entreprise sont variées et peuvent s'effectuer de différentes manières, au niveau des services comme des actifs immobiliers. L'externalisation peut concerner :

- la maîtrise d'ouvrage d'immeubles d'exploitation de l'entreprise ;
- la sous-traitance et le transfert de la gestion des immeubles. Ces services immobiliers vont de la gestion du patrimoine locatif, comme la négociation ou la gestion des baux (le *property management*), à la maintenance et à la gestion des services généraux et de fonctionnement de l'immeuble d'exploitation (le *facility management*) ;
- le transfert de la propriété des immeubles, en sortant les immeubles du bilan de l'entreprise.

Ces trois dernières années, plusieurs opérations d'externalisation d'actifs immobiliers d'exploitation mais aussi de cessions d'actifs immobiliers non liés à l'exploitation se sont déroulées en Europe, essentiellement dans les secteurs des télécommunications, de la grande distribution, de l'hôtellerie, ou dans certains services publics.

Dans la plupart de ces cas, l'externalisation des actifs immobiliers, quelle que soit la forme de la cession appliquée (cession-location ou crédit-bail), apparaît comme une solution de financement souple pour l'entreprise répondant à une stratégie financière et à une stratégie immobilière clairement définies.

Il importe de resituer le contexte économique et financier dans lequel s'inscrit ce récent mouvement

d'externalisation des actifs immobiliers par les grands groupes industriels. Trois éléments y ont particulièrement contribué en Europe : le rôle croissant et important des investisseurs institutionnels dans l'économie mondiale et au niveau de la stratégie d'entreprise, la baisse des taux d'intérêt et de l'inflation, le développement de l'investissement immobilier et de la financiarisation du secteur immobilier en Europe.

## La montée en puissance des investisseurs institutionnels étrangers

La vague des externalisations, mais aussi des cessions d'actifs immobiliers, qu'on a pu enregistrer ces derniers mois en Europe, s'insère dans un mouvement plus général de recentrage des entreprises sur leur cœur de métier qui s'explique par l'adoption de nouvelles stratégies d'entreprise en relation avec le développement des marchés financiers nationaux et l'accroissement du rôle des investisseurs institutionnels dans l'économie mondiale.

La libéralisation des systèmes financiers et la déréglementation des mouvements de capitaux internationaux puis, plus récemment, la mise en place de la monnaie unique en Europe, ont fortement contribué à la globalisation et au développement considérable des marchés financiers et au rôle croissant des investisseurs institutionnels dans l'économie mondiale.

Les données sur la croissance exceptionnelle, depuis ces dix dernières années, du volume des actifs financiers gérés par les investisseurs institutionnels dans la plupart des pays industrialisés révèlent le rôle et le poids considérable des fonds d'investissement et des compagnies d'assurance sur les marchés financiers internationaux d'une part et, d'autre part, sur le fonctionnement et la gestion des entreprises du fait de leur importance croissante dans les prises de participation.

Dans les pays de l'OCDE, le volume total des actifs gérés par les investisseurs institutionnels a été multiplié par 2,3 entre 1992 et 1999, pour atteindre plus de 36 000 milliards de dollars à la fin des années 1990 (voir tableau 1). Le poids des Etats-Unis est considérable : les actifs financiers gérés par les investisseurs institutionnels, notamment les fonds de pension qui en possèdent plus d'un tiers, représentent, en 1999, selon les données de l'OCDE, plus du double du volume des actifs gérés par les investisseurs dans les pays de l'Union européenne. Dans cette zone, le pays en tête des investissements institutionnels est le Royaume-Uni, où ces actifs totalisent 3 265 milliards de dollars en 1999, suivi de la France, de l'Allemagne, puis de l'Italie, avec respectivement 1 696, 1 529 et 1 079 milliards de dollars.

Tableau 1 - Evolution du poids des actifs financiers gérés par les investisseurs institutionnels

	Investisseurs institutionnels				dont fonds de pension			
	1992		1999		1992		1999	
	Mds \$ US	% du PIB	Mds \$ US	% du PIB	Mds \$ US	% du PIB	Mds \$ US	% du PIB
Pays-Bas	427,4	132,8%	799,4	208,7%	244,8	76,0%	448,5	112,6%
Royaume-Uni	1 207,2	115,2%	3 264,8	226,7%	552,4	52,7%	1 226,3	85,1%
France	800,6	60,6%	1 695,7	117,9%	-	-	-	-
Allemagne	665,2	33,8%	1 529,0	72,7%	56,6	2,9%	63,3	3,0%
Espagne	117,5	20,4%	370,1	61,4%	14,4	-	12,8	-
Italie	225,3	18,5%	1 078,4	93,6%	38,3	3,1%	33,2	4,2%
Suède	187,3	75,7%	322,4	172,1%	3,9	1,6%	-	2,9%
<i>dont Europe</i>	<i>3 916,6</i>		<i>9 832,9</i>		<i>942,2</i>		<i>1 858,0</i>	
Etats-Unis	8 035,3	133,3%	19 279,0	208,7%	3 011,2	50,0%	6 900,8	74,7%
<b>Total pays de l'OCDE</b>	<b>16 033,5</b>		<b>36 147,3</b>		<b>4 828,8</b>		<b>10 305,9</b>	

Source : Investisseurs institutionnels, annuaire statistique, OCDE, 2001.

Fait marquant, la plupart de ces volumes d'actifs financiers gérés par les investisseurs institutionnels dépassent le PIB global des pays concernés (voir tableau 1). Aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas notamment, la part de ces actifs financiers dans le revenu national représente, en 1999, plus de 200 % du PIB. Cette proportion par rapport au PIB varie cependant fortement selon les pays en Europe. En France et en Italie, elle est de moitié inférieure à celle du Royaume-Uni, alors que l'Allemagne et l'Espagne occupent les positions les plus basses avec respectivement 73 et 61 % du PIB.

De façon générale, les fonds de pension, qui se sont essentiellement développés dans les pays pratiquant des systèmes de retraite par capitalisation, tels les Etats-Unis et le Royaume-Uni, occupent la première place parmi les investisseurs institutionnels. Dans ces deux pays, les actifs qu'ils détiennent représentent respectivement presque 75 % et 85 % du PIB avec respectivement 7 000 et 1 200 milliards de dollars en 1999.

### Privilégier la création de valeur actionnariale

Le poids croissant des investisseurs institutionnels, et notamment des fonds d'investissement étrangers sur les marchés financiers et dans le capital des grandes entreprises, a fortement influencé la gestion des entreprises et leurs relations avec les marchés financiers. Les règles de gouvernement d'entreprise se sont modifiées au profit d'une pression et d'un contrôle externe accrus des actionnaires sur les managers.

Il est utile de rappeler que, selon l'OCDE, deux grands modèles de gouvernement d'entreprise, c'est-à-dire de processus d'exercice et de contrôle du pouvoir dans l'entreprise, prévalent aujourd'hui : le modèle interne et

le modèle externe. Ces modèles se différencient essentiellement par les modes de contrôle et de gestion financière de l'entreprise<sup>1</sup>.

Dans le modèle interne, appliqué traditionnellement au Japon, en Allemagne, aux Pays-Bas, en Suède et en Suisse, le suivi et le contrôle des dirigeants dépendent fortement de la responsabilité des membres du conseil d'administration à l'égard des actionnaires qu'ils représentent, notamment des banques, des représentants des salariés et des pouvoirs publics. Ce modèle correspond au principe du *stake holder* : il prend en compte dans le gouvernement de l'entreprise les intérêts de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise.

A l'opposé, le modèle externe est fondé sur le principe du *share holder*. Appliqué essentiellement dans les pays anglo-saxons, notamment aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, ce modèle prône le suivi et le contrôle des dirigeants de l'entreprise par l'intermédiaire des marchés financiers. Le rôle des actionnaires est déterminant sur le pilotage de l'entreprise et la recherche de la maximisation de la valeur actionnariale, la *share holder value*, un des objectifs clés des décisions stratégiques et opérationnelles des managers.

Le développement rapide des marchés financiers et le poids de plus en plus grand des investisseurs institutionnels anglo-saxons sur leur fonctionnement en Europe contribuent à modifier, depuis ces dernières années, les règles du gouvernement d'entreprise dans certains pays au profit du modèle externe et des objectifs de création de valeur actionnariale. C'est notamment le cas en France et en Allemagne, où de grands groupes

1. D. Plihon & J.-P. Ponsard, *La Montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises ?* La Documentation française, 2002.

industriels se sont orientés vers une démarche de création de valeur actionnariale dans leur modèle de gouvernement d'entreprise.

Avec la montée en puissance très rapide des investisseurs et des grands gestionnaires de fonds de pension anglo-saxons sur les marchés financiers étrangers et dans le capital des grandes entreprises, les agences de notation ont vu leur rôle également s'accroître, notamment en Europe, en particulier dans l'évaluation de la qualité et du risque des emprunteurs, et au niveau des analyses de performance financière des grandes entreprises qui, elles-mêmes, privilégient de nouveaux indicateurs de création de valeur actionnariale dans leur communication financière.

Dépassant les critères de gestion classiques tels que la part de marché, le bénéfice net annuel ou la croissance et la rentabilité des capitaux engagés, la priorité est désormais donnée à la création de valeur pour l'actionnaire que mesurent de nouveaux indicateurs comme l'EVA (*Economic Value Added*) et la MVA (*Market Value Added*). A la différence du critère traditionnel de ROE (*Return on Equity*) qui mesure la rentabilité des capitaux engagés sans faire référence au marché boursier, ces nouveaux indicateurs reposent sur l'approche financière de la valeur et prennent en compte, non seulement le coût de la dette, mais aussi le coût d'opportunité des fonds propres, fortement influencé par les marchés financiers. La plupart de ces indicateurs mesurent la différence entre la rentabilité des capitaux investis et le coût d'opportunité des ressources et capitaux engagés. Il y a création de richesse par l'entreprise dès lors que ses résultats d'exploitation nets d'impôts couvrent le coût moyen pondéré du capital. Il y a destruction de valeur dans le cas inverse.

Ces nouveaux indicateurs de création de valeur sont, bien sûr, fortement influencés par les marchés financiers qui déterminent le coût moyen pondéré du capital.

Certains leviers stratégiques ont été identifiés pour accroître la valeur que peut ainsi créer l'entreprise pour l'actionnaire. Parmi les plus utilisés, il peut s'agir :

- de réduire les capitaux engagés en diminuant, par exemple, les stocks ou en cédant certaines immobilisations, tels les actifs immobiliers ;
- d'améliorer les résultats d'exploitation en ne conservant que les structures productives dont les fonctions sont orientées vers le métier principal (*core business*) et les activités de base de l'entreprise, en recourant à la location plutôt qu'à l'achat pour les investissements non stratégiques et en affectant les ressources de l'entreprise aux seules activités qui relèvent de son cœur de métier ;

- de diminuer le coût moyen pondéré des capitaux en jouant de l'effet de levier financier lorsque les taux d'intérêt de la dette sont inférieurs au coût des fonds propres, etc.

Depuis la reprise des marchés immobiliers à la fin des années 1990, caractérisée à la fois par un accroissement rapide de la demande locative des entreprises, de la demande d'actifs immobiliers par les investisseurs et par la financiarisation de l'immobilier, l'externalisation d'actifs immobiliers d'exploitation semble constituer un instrument stratégique de création de valeur, notamment pour les entreprises dont l'immobilier n'est pas le cœur de métier.

Dans ce modèle de gouvernement d'entreprise fondé sur la recherche de valeur actionnariale, le recentrage sur les métiers de base permet, en toute logique, à l'entreprise d'améliorer les éléments entrant en compte dans le calcul de la valeur créée, d'une part, en augmentant le résultat d'exploitation grâce à l'accroissement de la productivité et par conséquent la rentabilité des capitaux investis, d'autre part, en diminuant le montant des capitaux engagés, et en particulier les immobilisations telles que les actifs immobiliers.

### **Un environnement économique et immobilier particulièrement favorable**

Le mouvement d'externalisation des actifs immobiliers par certains grands groupes industriels s'insère dans un contexte macroéconomique particulier où les niveaux de taux d'intérêt sont historiquement bas. La plupart des cessions et externalisations d'actifs immobiliers résultent aujourd'hui d'une politique de réduction de la dette et d'une recherche de sources alternatives de financement dans de meilleures conditions de coût et de volume par des entreprises qui avaient largement profité, au début des années 2000, de ces niveaux de taux d'intérêt très bas pour s'endetter fortement, en jouant sur l'effet de levier, et financer ainsi des rachats d'options ou des fusions-acquisitions.

Désormais, dans un souci de création de valeur actionnariale et de désendettement, la plupart de ces entreprises, en particulier les grands opérateurs téléphoniques, ont cédé de nombreux actifs, dont leur immobilier. Elles se réorientent vers leur cœur d'activité, dont les rentabilités sont en général supérieures à celle de l'immobilier.

La baisse également importante de l'inflation à des niveaux historiquement très bas dans la plupart des pays de l'OCDE représente un autre facteur conjoncturel qui contribue au désinvestissement immobilier de la part des entreprises.

Historiquement considéré comme un actif durable, et

par conséquent comme une valeur refuge contre l'inflation, l'immobilier est aujourd'hui perçu dans ce contexte conjoncturel particulier, notamment pour les entreprises à la recherche de création de valeur actionnariale, comme un actif parmi tant d'autres, dont il faut simplement optimiser à court terme le rapport coût/rentabilité.

La tendance est donc à la déconsolidation des actifs immobiliers, jugés les moins rentables pour l'entreprise, c'est-à-dire à leur cession-location à des investisseurs immobiliers. L'opération permet de rétablir l'équilibre des dettes sur fonds propres et d'améliorer le rendement des fonds propres, la rémunération des actionnaires et la notation de l'entreprise. L'ancien propriétaire devient, dans ce cas, locataire de son immobilier d'exploitation, l'opération s'accompagnant, dans la plupart des cas, d'un contrat de *facility management* pour une longue durée avec le nouvel investisseur propriétaire.

Les marchés immobiliers semblent également très propices à ce mouvement. La plupart des revues professionnelles de l'immobilier, notamment anglo-saxonnes, soulignent en effet le retard important de la France et des pays européens en général – exception faite de la Grande-Bretagne où les marchés financiers sont par ailleurs beaucoup plus développés – dans le processus

d'externalisation par les entreprises de leurs actifs immobiliers. Le mouvement observé depuis quelque temps apparaît comme une progression logique de la stratégie d'entreprise, voire dans certains cas comme le rattrapage d'un retard accumulé depuis plusieurs années par les pays et acteurs concernés par rapport au credo unanime selon lequel les cessions d'actifs immobiliers pourraient être un instrument stratégique de création de valeur pour les entreprises.

A ce sujet, l'écart est marquant entre l'Europe et les Etats-Unis, où la proportion d'entreprises propriétaires occupantes varie entre 25 et 30 %, contre 60 à 75 % dans la plupart des pays européens. Ce qui peut donner une idée du volume d'actifs immobiliers d'entreprise qui, selon certains investisseurs, pourrait être cédé et atteindre dans les cinq prochaines années plusieurs centaines de milliards d'euros.

Le marché de l'investissement immobilier, par nature cyclique et alimenté depuis ces dernières années par les baisses de taux d'intérêt qui ont permis aux investisseurs institutionnels, comme aux grandes foncières, de financer d'importantes acquisitions immobilières, est aujourd'hui encore porteur de ce type d'opérations. De même, la financiarisation croissante et la titrisation de l'immobilier, c'est-à-dire la transformation d'actifs ou

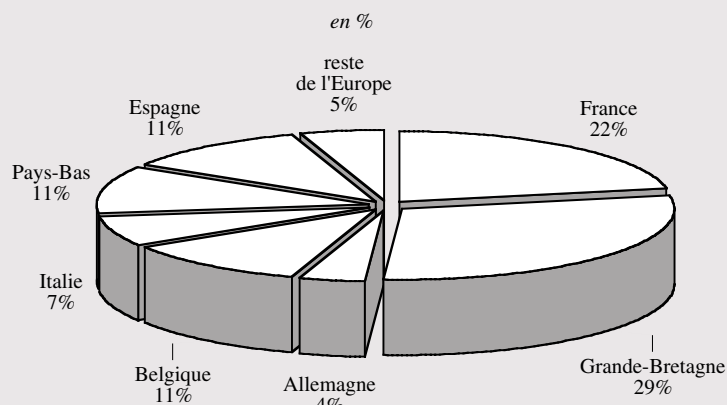
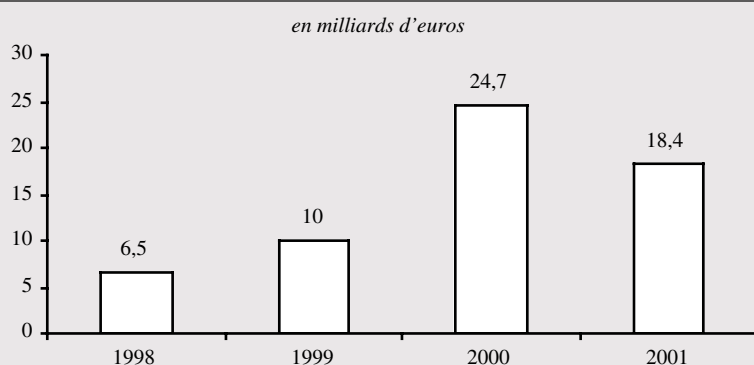
de dettes immobilières en valeurs mobilières cotées ou non, incitent au transfert de patrimoines immobiliers à des sociétés foncières et à des fonds d'investissement spécialisés.

La mise en place de l'euro et les niveaux relativement bas des taux d'intérêt en Europe ont favorisé le développement rapide des flux d'investissement transfrontaliers au sein des pays européens, alors qu'ils étaient quasi inexistant en 1998.

Ils sont néanmoins en forte baisse depuis deux ans. Selon Jones Lang LaSalle, en 2001, ils ont représenté plus d'un tiers de la valeur totale de l'investissement immobilier estimée à 54 milliards d'euros en Europe (contre 44 % en 2000) (voir graphique 1 ci-contre).

Depuis les trois dernières années, le poids des investisseurs institutionnels étrangers s'accroît particulièrement en France et en Grande-Bretagne, ces deux pays comptabilisant à eux seuls la moitié des investissements étrangers enregistrés en 2001 en Europe.

**Graphique 1 - Evolution et répartition des flux d'investissements transfrontaliers en Europe**



Source : Jones Lang LaSalle, 2002.

**En résumé...**

La cession-location d'actifs immobiliers d'entreprise n'est en soi pas un phénomène récent puisque les formules de lease-back ont souvent été appliquées depuis plusieurs décennies par des entreprises en quête de solutions de financement externe de leur immobilier d'exploitation.

La reprise des marchés immobiliers en 1998, après plusieurs années de récession immobilière, et la financiarisation croissante de l'immobilier ont réactualisé le débat.

De plus, le rôle croissant et le poids considérable des investisseurs institutionnels et notamment des fonds d'investissement étrangers sur les marchés financiers et dans le capital des grandes entreprises ont fortement influencé la gestion des entreprises et leurs relations avec les marchés financiers, modifiant ainsi les règles de gouvernement d'entreprise pour les plus grandes

entreprises au profit d'une pression et d'un contrôle externe accrus des actionnaires sur les managers. L'externalisation d'actifs immobiliers d'exploitation doit constituer pour l'entreprise un instrument stratégique de création de valeur, notamment pour les entreprises dont l'immobilier n'est pas le cœur de métier, dans un contexte économique particulièrement favorable d'absence d'inflation et de niveaux de taux d'intérêt historiquement très bas.

Les cessions d'actifs de rapport par de grandes entreprises en France et en Europe se multiplient depuis quelques mois et alimentent avec grand bruit le marché de l'investissement immobilier. Doit-on les associer pour autant à des externalisations d'actifs immobiliers tels que les Anglo-Saxons les définissent ? Rares semblent en effet encore aujourd'hui les cessions d'actifs d'exploitation par des utilisateurs finaux en vue d'une relocation assortie de contrats de *facility management* de longue durée. □