

ANNEE 2009-2010

COLLECTION "LES MEMOIRES DE L'ESPI"

Les frais financiers dans un bilan de promotion immobilière et tertiaire

Jérôme BENNARROUCHE
Master ESPI 2e année Ingénierie Financière Immobilière
Professeur : M. Claude MEZRAHI



www.edilivre.com

Edilivre Éditions APARIS
56, rue de Londres – 75008 Paris
Tél. : 01 41 62 14 40 – Fax : 01 41 62 14 50 – mail : actualites@edilivre.com

Tous droits de reproduction, d'adaptation et de traduction,
intégrale ou partielle réservés pour tous pays.

ISBN : 978-2-8121-5205-4
Dépôt légal : Novembre 2010

© Edilivre Éditions APARIS, 2010

JEROME BENNARROUCHE

Mémoire

**LES FRAIS FINANCIERS DANS UN BILAN DE PROMOTION
IMMOBILIERE ET TERTIAIRE : *du résidentiel au tertiaire.***

Année 2009 – 2010

Sommaire

Introduction

Partie I – Présentation des frais financiers et leur place dans un bilan promoteur

- 1.1. Présentation d'une opération de promotion immobilière
- 1.2. Les frais financiers
- 1.3. Enjeu : réduire les frais financiers
- 1.4. Les risques relatifs aux frais financiers

Partie II – Les frais financiers du point de vue tertiaire

- 2.1. Présentation d'une opération de promotion
- 2.2. Une opération en blanc
- 2.3. Une opération en gris

Partie III – Comparatif entre un bilan de promotion tertiaire d'avant crise et un bilan d'après crise.

- 3.1 Présentation d'un bilan de promotion tertiaire
 - 3.1.1. Structure du bilan
 - 3.1.2. Haut de bilan
 - 3.1.3. Le foncier
 - 3.1.4. La construction
 - 3.1.5. Frais annexes et de commercialisation
 - 3.1.6. Frais financiers et prestations internes.
 - 3.1.7. La marge et rémunération du risque
- 3.2 Comparatif entre un bilan d'avant crise et un bilan d'après crise.
 - 3.2.1. Haut de bilan
 - 3.2.2. Le foncier
 - 3.2.3. La construction
 - 3.2.4. Frais annexes et de commercialisation
 - 3.2.5. Frais financiers et prestations internes
 - 3.2.6. marge et rémunération du risque

Conclusion

Introduction

Ces dernières années, avec le passage des crises financières, économiques et immobilières, le marché de l'immobilier neuf n'est nettement contracté jusqu'à atteindre des niveaux de demande et de production d'immeubles quasi-nuls au plus fort de la crise. De nombreuses petites entreprises de promotion immobilière ont disparu, entraînées par d'autres faillites, ou souvent ne pouvant plus honorer la dette contractée et ses intérêts courants, faute de fonds propres suffisants.

Dans un bilan de promotion immobilière, les frais financiers sont les frais qui rémunèrent le crédit d'accompagnement consenti par un établissement financier au profit de la société de promotion ou de la société idoine créée pour l'occasion. Ils représentent un risque majeur pour le promoteur, mais peuvent aussi être une source potentielle de profits supplémentaires, nous le verrons.

A l'occasion de ce mémoire, nous aborderons la manière par laquelle les frais financiers interviennent dans un bilan de promotion immobilière, les enjeux afférents à leur maîtrise et le risque qu'ils représentent pour la viabilité de l'opération et la santé de l'opérateur. Nous ferons ensuite un parallèle entre les frais financiers en promotion résidentielle, principalement vendue en VEFA (Vente en l'État Futur d'Achèvement) et ceux supportés en promotion tertiaire. Enfin, nous concluons par un comparatif entre un bilan de promotion tertiaire en période d'avant crise et un bilan d'après crise.

Partie I . Présentation des Frais Financiers et leur place dans un bilan promoteur.

1.1. Présentation d'une opération de promotion immobilière.

Lorsqu'un promoteur veut réaliser une opération de promotion immobilière, il commence par déterminer le projet qu'il va pouvoir édifier relativement au foncier dont il dispose et aux règles d'urbanisme y afférentes. Il vérifie sa viabilité et la marge qu'il va pouvoir dégager de l'opération, le plus souvent par la méthode du « compte à rebours promoteur ». Cette méthode consiste en l'estimation de chaque poste du bilan prévisionnel ainsi que de la marge. La différence entre le prix de revient total de l'opération (marge comprise) et le chiffre d'affaire qu'elle dégage est la charge foncière maximale pouvant être supportée. En d'autres termes, si l'opérateur paie le terrain plus cher que le prix déterminé au bilan prévisionnel ou qu'un imprévu survient lors de la construction, ces frais supplémentaires viendront directement impacter la marge du promoteur.

Avant de réaliser son bilan prévisionnel le promoteur réalise des sondages et analyses afin de réduire au maximum l'aléa relatif aux coûts de construction et de revient de l'opération.

La fiabilité des sondages effectués par des professionnels permet le plus souvent de se protéger contre des imprévus ou surcoûts de construction trop importants, faussant les estimations prévisionnelles et remettant donc en cause la rentabilité de l'opération.

1.2. Les Frais Financiers

Ainsi, dans un bilan de promotion moderne, le seul poste qui reste incertain et échappe dans une certaine mesure au contrôle du promoteur est celui des frais financiers. En effet le promoteur va recourir au financement externe (emprunt auprès d'un établissement de crédit) afin de couvrir ses dépenses ; tout d'abord l'achat du terrain, puis pour financer la construction.

Seulement, le cycle d'exploitation de cette activité est généralement supérieur à douze voir dix-huit mois, notamment dans le cas de construction d'immeubles pour la vente par lots d'appartements séparés. Ceci entraîne par conséquent des charges financières importantes pendant toute la durée de la construction.

Par ailleurs, les banques, pourvoyeuses des fonds demandent des garanties particulières, affectées au programme financé. Ces garanties peuvent varier en fonctions des cas et des relations entre la banque et le promoteur, ou par divers autres facteurs.

En pratique cela se déroule couramment de la manière suivante : la banque ouvre une ligne de crédit au promoteur, d'un montant déterminé à l'avance, souvent compris entre 60% et 90% du cout de revient total de l'opération, et le promoteur utilise cette ligne de crédit en fonction de ses besoins tout au long de l'opération. Cependant l'établissement financier impose certaines conditions au promoteur afin de se prémunir contre un éventuelle défaut de paiement. Il est par exemple courant que la banque demande à l'opérateur de disposer de 40% à 50% de réservations avant de l'autoriser à utiliser la ligne de crédit ou même de la lui accorder, pour les promoteurs de petite taille.

Pour les promoteurs de tailles plus importantes, la banque ouvre souvent la ligne de crédit avant de commencer la commercialisation, afin de supporter les frais de sondages et études préalables. L'opérateur n'acquerra le terrain qu'après avoir enregistré un certain nombre de réservations, (40% à 50% du programme actuellement, moins en période haussière) avec acceptation de financement par un organisme de financement fiable pour chaque réservation. L'établissement prêteur peut cependant demander à vérifier la qualité des réservations enregistrées par le promoteur, afin de s'assurer de la qualité du financement accordé a chaque acquéreur de lots.

Les clients doivent verser un chèque de réservation à la signature de l'acte de réservation, et le premier versement (généralement autour de 30%) est versé à la signature de l'acte authentique en présence d'un notaire.

Ce premier appel de fonds permet généralement au promoteur d'acquérir le terrain et de débiter le programme en limitant le recours aux fonds bancaires, générateurs d'intérêts.

1.3 Enjeu : réduire les frais financiers.

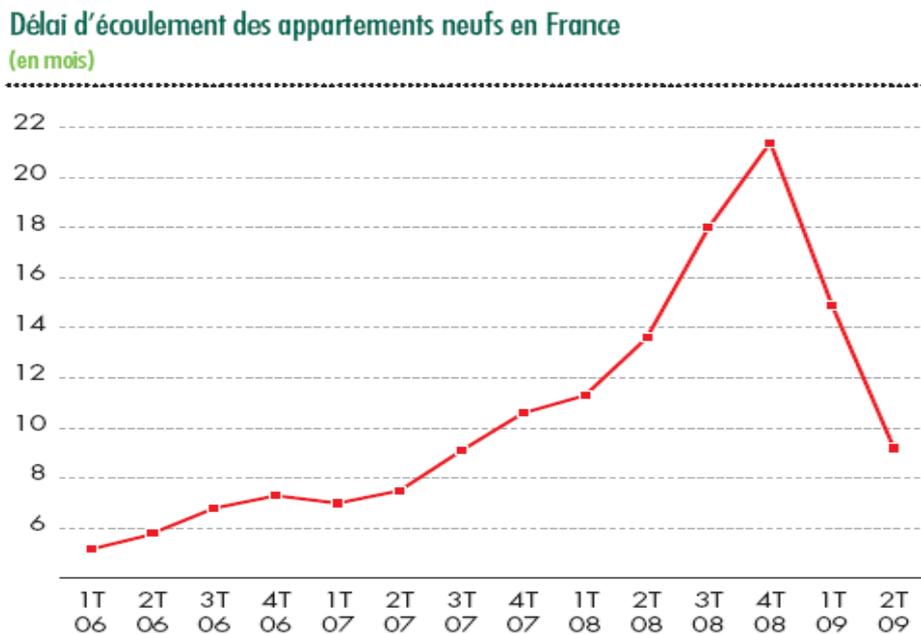
L'objectif pour le promoteur immobilier est de réussir à commercialiser rapidement une partie du programme assez conséquente pour que les appels de fonds échelonnés de la VEFA couvrent au maximum les dépenses supportées. Une bonne concordance chronologique entre les appels de fonds reçus et les dépenses à couvrir permet au promoteur d'utiliser à minima les fonds bancaires, et donc de réduire au maximum les frais engendrés, objet de notre étude.

Ainsi, un promoteur qui pratique des taux de marge habituels autour de 8% peut en dégager 2 à 3 points supplémentaires grâce à une bonne concordance entre ses emplois et ses ressources. Ils peuvent représenter une augmentation de la marge de l'ordre de 20% à 30%.

Cependant, seule une commercialisation rapide peut assurer au promoteur un niveau de fonds propres suffisant pour pouvoir limiter son recours à la dette et ainsi augmenter la profitabilité de l'opération. Les frais financiers peuvent ainsi générer un profit supplémentaire pour l'opérateur dans la mesure où la marge sera augmentée de l'économie réalisée sur les frais financiers.

Mais si les frais financiers peuvent être une opportunité d'accroître la marge, ils représentent aussi un risque important pour cette dernière et la rentabilité de l'opération en cas de difficultés de commercialisation.

1.4. Les risques relatifs aux frais financiers.



Il est important de ne pas perdre de vue que c'est la vente du programme qui détermine l'issue de l'opération financière réalisée.

Le graphique ci-dessus met en évidence le risque auquel est confrontée l'activité de promotion immobilière : un marché dans lequel les délais d'écoulement des programmes sont trop longs pour pouvoir supporter la charge financière générée par l'emprunt contracté. De plus, lorsque l'offre reste trop longtemps supérieure à la demande, le marché met un certain temps à absorber les stocks disponibles.

La viabilité financière de l'opération peut très vite se dégrader si le volume de commercialisation est trop faible par rapport à l'avancement de l'opération et les coûts engendrés. Le promoteur sera donc dans ce cas contraint de financer l'avancement des travaux en utilisant sa ligne de crédit bancaire. Des frais financiers commenceront alors à courir, fonction du montant et de la durée d'emprunt.

Le risque est alors pour le promoteur de ne pas réussir à commercialiser assez rapidement les derniers lots de son opération, de sorte à rembourser intégralement la dette contractée.

La plupart des promoteurs immobiliers allouent 2% à 3,5% de leur chiffre d'affaire aux frais financiers dans leurs bilans prévisionnels, en fonction de leur stratégie d'investissement, mais si ce seuil est dépassé, les frais supplémentaires viennent directement en diminution sur la marge de l'opérateur.

Ainsi de nombreuses opérations de promotion immobilière deviennent déficitaires pour l'opérateur, à cause de l'explosion du poste des frais financiers, suite à une mauvaise commercialisation et donc une impossibilité de rembourser la dette contractée.

C'est en ce sens que l'on peut dire que la gestion des frais financiers représente un réel enjeu dans les bilans de promotion, ils peuvent compromettre ou bien accroître la rentabilité de l'opération de manières significatives.

Partie II. Frais financiers du point de vue tertiaire.

2.1. Présentation d'une opération de promotion tertiaire.

Une opération de promotion tertiaire est destinée à construire un immeuble tertiaire (bureaux, activité, entrepôts...), en vue de le revendre, généralement en bloc.

Le montage financier d'une opération de promotion tertiaire est très différent d'une opération de promotion résidentielle, tant sur le plan du financement qu'au niveau de la structure des frais financiers.

En effet, une opération tertiaire peut être réalisée en « blanc », c'est à dire sans locataire ni investisseur, ou en « gris », avec un investisseur qui va financer la production de l'immeuble, et parfois un locataire avec une promesse de location.

Cependant, depuis mi-2008, avec le passage de la crise financière, rares sont les opérations de promotion réalisées en blanc. Le risque supporté par l'opérateur étant trop important dans un marché en mauvaise santé et dans lequel les taux de capitalisations exigés sont nettement revus à la hausse pour faire face au risque systémique supporté.

De plus, parallèlement à la hausse des taux de capitalisations exigés par les investisseurs, ce qui pousse les opérateurs à vendre leurs programmes moins chers, les loyers pratiqués ont eux aussi une nette tendance baissière, ce qui accentue un peu plus la tendance du marché.

Ces deux facteurs combinés ont donc amenés les opérateurs tertiaires à ne plus démarrer d'opération sans investisseurs, ou à minima sans locataire. Le fait de disposer d'un locataire avec une promesse de bail en bonne et due

forme est toujours un élément important dans la recherche d'investisseur.

En effet un investisseur se laissera plus facilement convaincre d'investir dans un programme immobilier s'il a une certaine certitude sur les cash-flow qu'il va pouvoir en dégager, et ainsi calculer sa rentabilité prévisionnelle en réduisant le risque supporté.

2.2. Une opération en blanc.

Si l'opération est réalisée en blanc, la structure du financement est relativement simple.

Le cout de revient total de l'opération est financé en partie par un apport en fonds propres de l'opérateur, (25 à 45% sont actuellement exigés par les banques). L'autre partie de l'opération est financée par la banque, qui concède un emprunt à l'opérateur.

Dans ce cas, l'opérateur devra s'acquitter de frais financiers classiques.

Ces frais là sont de la même composition que les frais supportés lors de la réalisation d'une opération de promotion résidentielle : ce sont des frais financiers générés par un emprunt.

Serait aussi appelé opération en blanc une opération financée intégralement par l'apport en fonds propres de l'opérateur. Toutefois, cette hypothèse est peu envisageable dans un contexte économique semblable a celui que nous connaissons actuellement.

Nous allons maintenant voir quelle est la structure des frais financiers dans le cas de la réalisation d'une opération en gris.

2.3. Une opération en gris.

Quand une opération est réalisé en gris, le plus souvent donc avec un investisseur prêt a financer l'opération, la composition des frais financiers qui

figurent au bilan diffère d'un financement bancaire classique pour une opération tertiaire en blanc ou même une opération résidentielle en VEFA.

En effet, dans le cas d'un financement par un investisseur externe, celui-ci va tout au long de l'avancement du programme répondre à des appels de fonds du promoteur, afin de supporter les dépenses de construction de programme. En contrepartie, l'opérateur va rémunérer les fonds avancés par l'investisseur pour le financement du projet à un taux généralement compris entre 6% et 8% par an.

Ce système permet donc à l'investisseur de rentabiliser les appels de fonds auxquels il a l'engagement de répondre, et au promoteur de ne pas avoir de fonds propres à déboursier ni d'emprunt bancaire à contracter.

Il n'existe donc pas de frais financiers à proprement dits, ou frais bancaires, dans le bilan d'une opération financée par un investisseur.

Le poste des frais financiers est généralement remplacé par un poste appelé « pré-loyers ». C'est ce poste qui va accueillir l'ensemble des sommes versées à l'investisseur pour rémunération de ses fonds propres.

Ci dessous la partie d'un bilan de promotion tertiaire destinée à accueillir toutes sortes de frais financiers en fonction de la nature de l'opération et de la nature de son financement.

455	Gestion Opérationnelle -	1 005	197	1 202		4,00%
456	Administration générale -	251	49	300		1,00%
459	SAV -	126	25	150		0,50%
7	PRESTATIONS INTERNES (hors résidence Nexity)	1 381	271	1 652	2,3%	5,5%
500	Frais Financiers	273		273		
501	Frais financiers Bancaires	0		0		
505	Commission d'engagement	0		0		
502	Pré loyer	2 067		2 067		6,00%
	<small>En frais financiers</small>					
8	TOTAL FINANCEMENT	2 340	0	2 340	4,3%	4,4%

3.1.2. Le haut de bilan

Le haut du bilan est principalement composé du chiffre d'affaire de l'opération, et du taux de capitalisation investisseur. Ce dernier est composé du cout de la ressource monétaire (généralement EURIBOR) augmenté d'une prime de risque. Cette prime de risque est fonction de la qualité du « cash-flow » et de l'actif.

3.1.3. Le foncier

Le poste foncier est composé de la charge foncière (prix du mètre carré constructible) augmenté des taxes d'urbanisme ainsi que des frais de démolitions, dépollutions et évictions.

3.1.4. La construction

La charge de construction est principalement répartie entre trois postes distincts, les VRD (Voiries et Réseaux Divers), le cout de construction intrinsèque, et les honoraires de construction externes.

3.1.5. Frais annexes et de commercialisation.

Cette partie du bilan comprend deux poste qui peuvent avoir un impact non négligeable sur le bilan, et s'intensifient en temps de crise. Ceux sont les garanties locatives accordées à l'investisseur sur une période pouvant s'étendre sur six à vingt-quatre mois, ou des franchises de loyers accordées au locataire pouvant être de la même durée.

On appelle ces faveurs consenties à l'investisseur ou au locataire des « mesures d'accompagnement ».

Elle sont destinées à séduire l'une ou l'autre des parties, notamment lorsque le marché est peu dynamique.