



COMMUNICATION FINANCIÈRE ET STRATÉGIE DES FIA IMMOBILIERS

« GRAND PUBLIC » SCPI ET OPCV

ÉTUDE 2018/2019 – 2^{ÈME} EDITION



—ASPIM

ASSOCIATION FRANÇAISE
DES SOCIÉTÉS
DE PLACEMENT IMMOBILIER



MAZARS

SOMMAIRE

INTRODUCTION

OBJECTIF ET MÉTHODOLOGIE DE L'ÉTUDE

1. INDICATEURS CLÉS ET PERFORMANCE FINANCIÈRE

- > SYNTHÈSE DES INDICATEURS CLÉS
- > INDICATEURS CLÉS : POINT DE VUE DES DISTRIBUTEURS / CGP
- > PERFORMANCE FINANCIÈRE
- > CAPITAUX PROPRES ET ACTIONNARIAT
- > RÉMUNÉRATION DES SGP
- > INDICATEURS EXTRA-FINANCIERS (ESG, ISR, RSE)

2. INDICATEURS SUR LE PATRIMOINE ET LE PROFIL DE RISQUE ET DE LIQUIDITÉ

- > COMMUNICATION SUR LE PATRIMOINE IMMOBILIER
- > VALORISATION EXTERNE DES IMMEUBLES
- > RISQUE LOCATIF
- > RISQUE DE LIQUIDITÉ
- > ENDETTEMENT ET EFFET DE LEVIER

3. STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

- > ALLOCATION GÉOGRAPHIQUE ET SECTORIELLE
- > FOCUS OPC I : POCHÉ FINANCIÈRE ET ALLOCATION SUR LES FONCIÈRES COTÉES
- > FOCUS SCPI : FILIALISATION DES INVESTISSEMENTS

4. COMPARAISON AVEC LES PRATIQUES SUR LES FONDS OUVERTS ALLEMANDS, QUELS CONSTATS ?

5. ACTUALITÉS FISCALES – IMPACT DE LA LOI DE FINANCE 2019 SUR LES OPC I

CONCLUSION

DEUX QUESTIONS À...



Véronique Donnadieu
Déléguée générale
ASPIM

Cette seconde édition de notre étude sur la communication financière des FIA immobiliers «Grand Public» a été réalisée avec un panel de SGP de SCPI et d'OPCI deux fois plus étendu que la première. Elle nous amène à faire le même constat que l'an passé : une information globalement lisible et pertinente sur les indicateurs financiers mais des indicateurs qui pourraient davantage être généralisés et homogénéisés dans le domaine extra-financier et RSE. Quel message adresseriez-vous aux SGP sur ce sujet ?

Dans un contexte où 63% des français accordent une place importante aux impacts environnementaux et sociétaux dans leurs décisions de placement, la communication sur les indicateurs de performance extra-financière devient une priorité. Et à cet égard, la loi PACTE a sanctuarisé le rôle de l'AMF en termes de contrôle de la qualité de l'information fournie par les sociétés de gestion en ce qui concerne leur stratégie d'investissement et leur gestion des risques liés aux effets du changement climatique. Plus généralement, notre secteur doit continuer ses efforts de pédagogie auprès du grand public pour expliquer l'utilité économique, sociétale et environnementale de ses investissements.

En comparant les SGP françaises de fonds non cotés immobiliers « Grand Public » avec leurs homologues d'outre-Rhin, nous avons identifié deux pratiques sans équivalent en France : une allocation substantielle des investissements sur les immeubles physiques à l'étranger et en

dehors de la zone euro y compris aux USA et en Asie ; l'existence d'un processus de notation réalisé par une agence spécialisée sur les fonds immobiliers non cotés y compris grand-public. Quels commentaires ces divergences appellent-ils de votre part ?

Il y a encore une dizaine d'années, les fonds français ciblaient presque exclusivement le marché national. Aujourd'hui, près d'un tiers de la collecte est investie dans d'autres pays européens. Cette internationalisation des investissements est bien plus limitée et plus récente que celle des fonds ouverts allemands. Il s'agit d'une adaptation des gérants français à la forte croissance de la collecte depuis le début des années 2010.

Néanmoins, les gérants ont limité les risques et les coûts de cette diversification géographique en se concentrant sur les principaux marchés européens. Les investissements hors zone euro ciblent d'abord le Royaume-Uni, qui reste le second marché européen d'investissement en immobilier commercial après l'Allemagne.

Le processus de notation des fonds ouverts allemands est intéressant, l'approche pourrait être étudiée en France. Cependant, n'oublions pas que cette notation s'adresse particulièrement à une clientèle avertie. Elle serait plus difficile à appréhender pour le grand public. Rappelons aussi que depuis la mise en place de la réglementation PRIIPs il y a deux ans, l'investisseur est en mesure de comparer le risque d'un investissement immobilier par rapport à celui des autres classes d'actifs. A ce titre, PRIIPs a correctement positionné l'immobilier à mi-chemin entre actions et obligations sur l'échelle de risque.

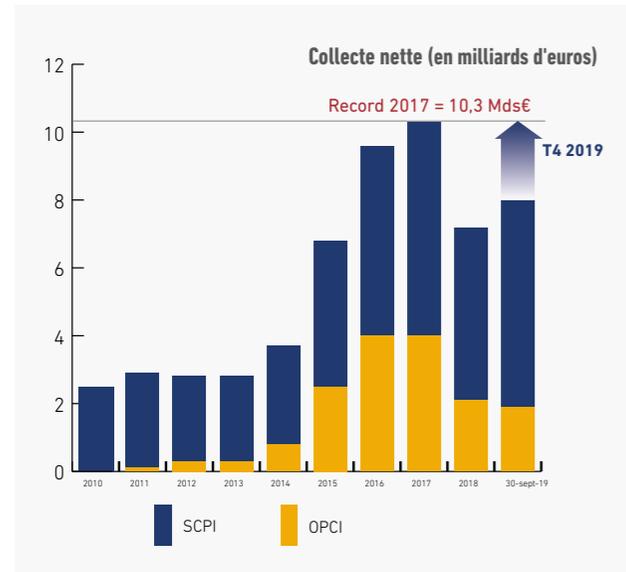




INTRODUCTION

COLLECTE ET INVESTISSEMENT 2019 DES FIA IMMOBILIERS GRAND PUBLIC, UNE ANNÉE RECORD ?

Avec 6,1 milliards d'euros de collecte nette pour les SCPI et 1,85 milliards pour les OPCI au 30 septembre 2019, l'année 2019 s'annonce potentiellement comme une année de record de collecte absolue pour les SCPI :



SCPI

+64% par rapport à la collecte nette du 3^{ème} trimestre 2018

OPCI

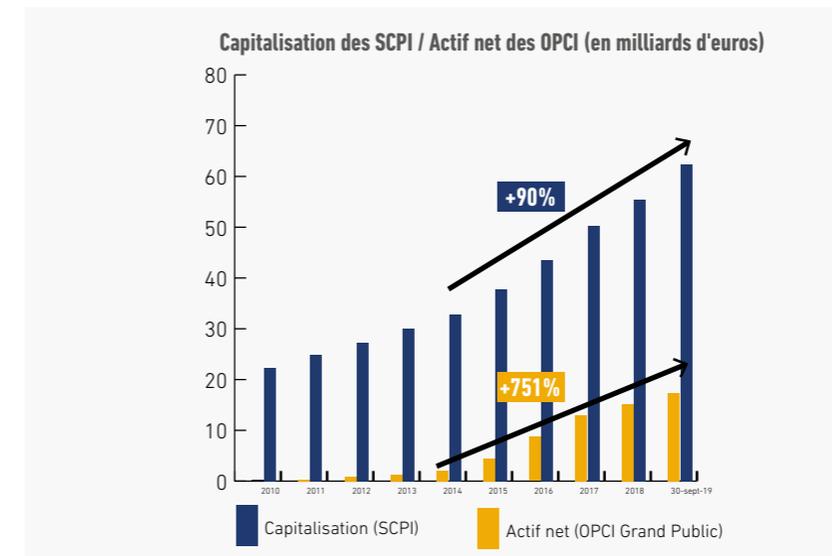
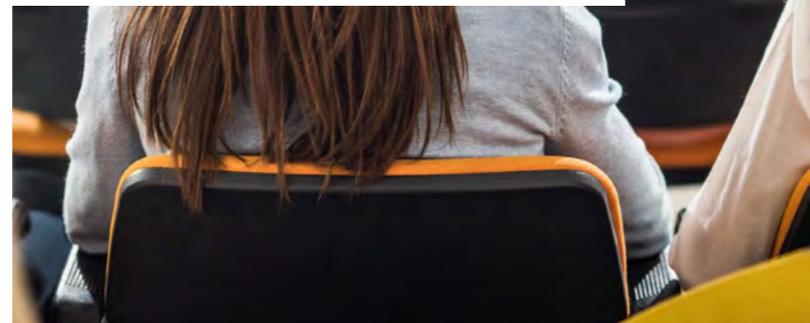
+61% par rapport à la collecte nette du 3^{ème} trimestre 2018

*Communiqué ASPIM 03/09/2019, « Les SCPI et OPCI au premier semestre 2019 : L'intérêt des épargnants toujours au plus haut ».



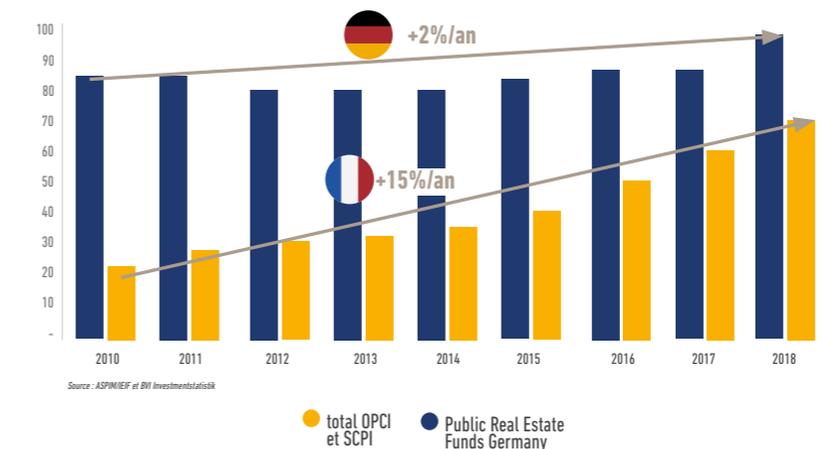
« Dans un environnement de taux d'intérêt historiquement bas, déjà très favorable à l'investissement dans la pierre, la grande régularité des performances des fonds immobiliers non cotés explique l'intérêt actuel des épargnants pour cette catégorie de placement. Les sociétés de gestion ont été très actives sur le marché de l'investissement, poursuivant la diversification de leur portefeuille et accompagnant le développement des territoires. »

Véronique Donnadieu,
Déléguée générale de l'ASPIM*



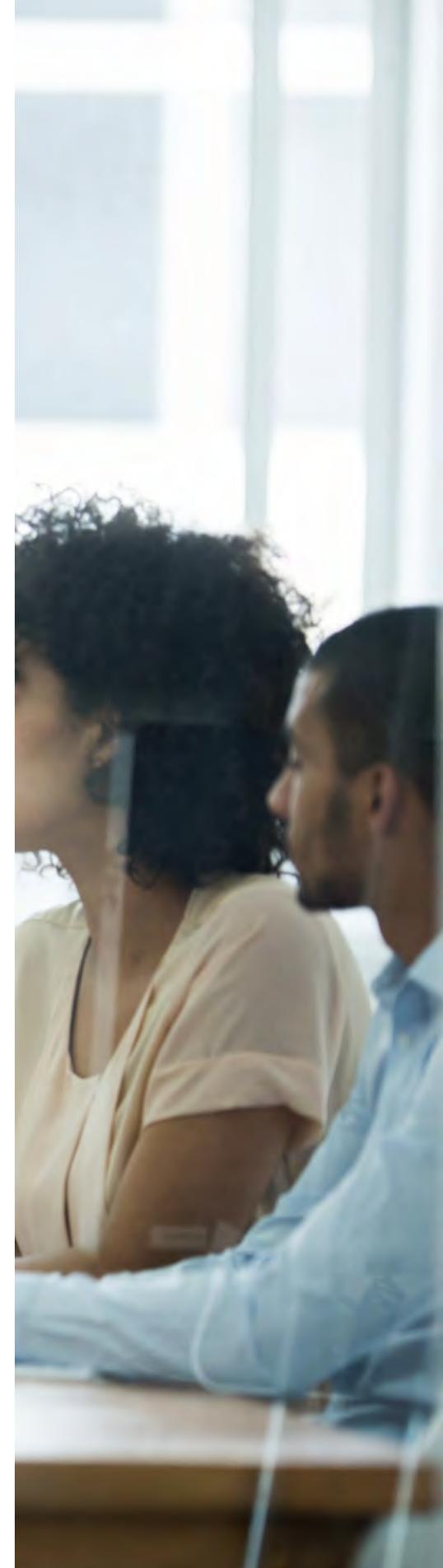
Avec 15% par an de croissance constatée depuis 2010, il est probable que le marché français des fonds immobiliers non cotés qui occupe la seconde place derrière l'Allemagne devienne d'ici quelques années le premier marché en Europe.

Évolution comparée des niveaux de capitalisation des FIA immobiliers "Grand public" français et allemands (en milliards d'euros)



Source : ASPIMEF et BVI Investmentstatistik

● total OPCI et SCPI ● Public Real Estate Funds Germany





ENVIRONNEMENT RÉGLEMENTAIRE DES FONDS IMMOBILIERS NON COTÉS FRANÇAIS :

UN CADRE EN CONSTANTE MUTATION



Les gestionnaires de fonds immobiliers « grand public » français et européens doivent constamment s'adapter à un cadre réglementaire de plus en plus exigeant et complexe.

OBJECTIF DE L'ÉTUDE

L'objectif de cette deuxième édition de notre étude menée en collaboration avec l'ASPIM est d'identifier et de comparer les points clés de la communication financière des FIA immobiliers « grand public » au travers des Rapports Annuels au 31 décembre 2018 et des publications périodiques au 30 juin 2019¹ d'un échantillon représentatif d'OPCI et de SCPI.

Les principaux thèmes analysés sont les suivants :

- Indicateurs clés et performance ;
- Stratégies d'investissement, de financement et de gestion de la liquidité ;
- Profils de risques ;
- Communication et indicateurs autour des thèmes Environnementaux Sociaux et de Gouvernance (ESG), Investissement Socialement Responsable (ISR) et Responsabilité sociale des entreprises (RSE) ;
- Analyse comparative des pratiques des gestionnaires allemands sur les fonds ouverts (équivalent des SCPI, 1^{er} marché en Europe de fonds non cotés grand public)

Cette étude n'a pas vocation à couvrir l'exhaustivité des problématiques liées à l'information financière des FIA immobiliers « grand public » mais plutôt à donner une tendance des bonnes pratiques observées.

1. Bulletins trimestriels au 30 juin 2019 pour les SCPI et Documents d'information périodique au 30 juin 2019 pour les OPCI



CONSTITUTION ET PRÉSENTATION DU PANEL

Cette étude porte sur les FIA immobiliers par nature destinés au « grand public » et repose essentiellement sur la collecte des informations présentées dans les Rapports Annuels 2018 et communications 2019 des SCPI et des OPCI, publiés et disponibles sur les sites internet des Sociétés de Gestion de Portefeuille (SGP).

Fort du constat que le format des Rapports Annuels et des communications périodiques pour un même type de fonds (OPCI ou SCPI) est très homogène pour la plupart des sociétés de gestion,

le panel d'analyse de la communication financière reprend un véhicule SCPI et/ou OPCI par SGP.

Le panel concerne 12 SGP d'OPCI qui gèrent 100% des encours OPCI au 31 décembre 2018 et 27 SGP de SCPI qui gèrent 99% de la capitalisation des SCPI au 31 décembre 2018. Pour chacune des deux catégories de véhicules analysés (OPCI et SCPI), les résultats des analyses ont été pondérés sur la base du nombre de véhicules gérés au 31 décembre 2018 par la SGP.

OPCI

SOCIÉTÉ DE GESTION	NOM DU VÉHICULE	ACTIVITÉ	RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DU PATRIMOINE IMMOBILIER	ANNÉE DE CRÉATION
A PLUS FINANCE	Silver Generation	Santé - Ehad	France	2 016
AEW CILOGER	Immo Diversification	Bureaux - Diverses	France - Europe	2 013
AMUNDI IMMOBILIER	Opcimmo	Bureaux - Diverses	France - Europe	2 011
AXA REIM	Axa Selectiv' Immo	Bureaux - Santé - Commerces - Diverses	France - Europe	2 012
BNP PARIBAS REIM	BNP Paribas Diversipierre	Bureaux - Commerces - Diverses	France - Europe	2 014
CLEVELAND	Edmond de Rothschild Immo Premium	Bureaux - Commerces - Logements	France	2 017
GROUPAMA GAN REIM	Groupama Gan Pierre 1	Bureaux - Commerces - Loisirs - Logistique	France	2 015
KYANEOS AM	Kyaneos Résidentiel	Résidentiel	France	2 018
LA FRANCAISE REM	LFP OPSIS Patrimoine	Bureaux - Commerces - Diverses	France - Europe	2 009
PROMONIAL REIM	Preimum	Commerces - Résidentiel - Bureaux - Diverses	France - Europe	2 016
SOFIDY	Sofidy Pierre Europe	Restauration - Bureaux - Résidentiel - Diverses	France - Allemagne - Pays-Bas	2 018
SWISS LIFE AM	Swisslife Dynapierre	Bureaux - Diverses	France - Europe	2 010

- Les SGP d'OPCI du panel gèrent 100% des OPCI au 31 décembre 2018 soit un actif net de 15,1 milliards d'euros au 31 décembre 2018
- 11 des 12 OPCI du panel ont retenu la forme juridique de SPPICAV (Silver Génération étant un FPI)
- Échelle de rating PRIIPs : 4 pour tous les OPCI du panel
- Horizon de placement : 8 ans en moyenne



SCPI

SOCIÉTÉ DE GESTION	NOM DU VÉHICULE	ACTIVITÉ	RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DU PATRIMOINE IMMOBILIER	ANNÉE DE CRÉATION
ADVENIS REIM	Eurovalys	Bureaux	Allemagne	2 015
AEW CILOGER	Laffitte Pierre	Bureaux - Commerces - Diverses	France	2 000
AMUNDI IMMOBILIER	Edissimmo	Bureaux - Diverses	France - Europe	1 986
ATREAM	Carac Perspectives Immo	Bureaux - Commerces	France	2 015
BNP PARIBAS REIM	Accimmo-Pierre	Bureaux - Diverses	France	1 989
CORUM	Corum Origin	Bureaux - Commerces - Diverses	France - Europe	2 012
EURYALE ASSET MANAGEMENT	Pierval Santé	Centres médicaux - Ephad - Bureaux	France - Allemagne - Irlande	2 013
FIDUCIAL GERANCE	Ficommerce	Commerces - Bureaux - Entrepôts / Logistique	France	1 986
FONCIA PIERRE EGSTION	Placement Pierre	Bureaux - Commerces - Diverses	France - Luxembourg - Allemagne	1 986
FONCIERE MAGELLAN	Foncière des praticiens	Ephad	France	2 017
FONCIERES ET TERRITOIRES	Rhone Alpes Méditerranée	Commerces - Bureaux	France	2 013
GRAND OUEST GESTION D'ACTIFS	Atlantique Mur Regions	Bureaux	France	1 987
HSBC REIM France	Elysées Pierre	Bureaux - Diverses	France	1 986
IMMOVALOR GESTION	Allianz Pierre	Bureaux - Diverses	France	1 983
INTER GESTION	Cristal Rente	Commerces	France	2 011
KYANEOS AM	Kyaneos Pierre	Résidentiel	France	2 018
LA FRANCAISE REM	Epargne Foncière	Bureaux - Commerces - Diverses	France - Europe	1 968
NORMA CAPITAL	Vendome Régions	Bureaux - Commerces - Diverses	France	2 015
PAREF GESTION	Novapierre Allemagne	Commerces	Allemagne	2 014
PERIAL	Pfo 2	Bureaux - Diverses	France - Europe	2 009
PRIMONIAL REIM	Primopierre	Bureaux	France	2 008
SOFIDY	Immorente	Commerces - Bureaux - Diverses	France - Europe	1 988
SOGENIAL	Cœur de Ville	Commerces	France	2 013
SWISSLIFE AM	Pierre Capitale	Bureaux - Loisirs - Hôtellerie - Commerces	France - Allemagne	2 017
UNOFI GESTION D'ACTIFS	Notapierre	Bureaux - Diverses	France	1 998
URBAN PREMIUM	Urban Cœur Commerce	Logements - Commerces	France	2 018
VOISIN	Epargne Pierre	Commerces - Bureaux	France	2 013

- Les SGP de SCPI du panel gèrent 99% du volume la capitalisation et 98% des SCPI (en nombre) au 31 décembre 2018
- Toutes les SCPI du panel sont à capital variable
- Échelle de rating PRIIPs : 3 pour 93% des SCPI du panel
- Horizon de placement : 9 ans en moyenne



A modern office lounge with a large vertical garden wall. Several people are working and talking. A man in a white shirt is standing and talking to a man in a dark suit. A woman in a pink shirt is sitting at a table. A man in a white shirt is sitting at a table. A woman in a grey dress is sitting at a table. A man in a white shirt is standing and talking to a man in a dark suit. A woman in a pink shirt is sitting at a table. A man in a white shirt is sitting at a table. A woman in a grey dress is sitting at a table. The text "1. INDICATEURS CLÉS ET PERFORMANCE FINANCIÈRE" is overlaid on the image.

1. INDICATEURS CLÉS ET PERFORMANCE FINANCIÈRE



INDICATEURS CLÉS

SYNTHÈSE DES INDICATEURS CLÉS

92% des SCPI et 39% des OPCV affichent dans leur Rapport Annuel 2018 un résumé synthétique avec les principaux « indicateurs » et/ou « chiffres clés ».



INDICATEURS CLÉS : POINT DE VUE DES DISTRIBUTEURS / CGP

Afin d'analyser du point de vue d'un distributeur ou d'un CGP quels sont les indicateurs clés des FIA immobiliers grand public, nous avons sélectionné trois plateformes de distribution de SCPI qui affichent une méthodologie de sélection ou de classement avec au moins 4 critères. Les principaux indicateurs sont les suivants (approximativement par ordre décroissant d'occurrence) :

- Rendement total et/ou courant ;
- Taux d'occupation ;
- Stratégie d'investissement, composition de l'actif et potentiel de revalorisation ;
- Volume de capitalisation ;
- Qualité et l'expérience de la SGP ;
- L'ancienneté ;
- Niveau de report à nouveau ;
- % de commissions et de frais de gestion ;
- Niveau de provision pour travaux.

PLATEFORME DE DISTRIBUTION SCPI	CRITÈRES DE SÉLECTION OU DE CLASSEMENT AFFICHÉS
<p>SCPI 8 :</p> <p>https://www.scp-8.com/scpirendement/meilleures-scp</p>	<p>Les recommandations et la sélection sont élaborées à partir de plus d'une vingtaine de critères quantitatifs ou qualitatifs et l'utilisation de ratios spécifiques « Ratios SCPI-8 » :</p> <ul style="list-style-type: none"> - le rendement locatif des dernières années ; - le type d'actifs possédés notamment via le ratio « VMA/Valeur moyenne par Actif » ; - la qualité de gestion ; - le taux d'occupation financier et les risques liés aux locataires via le ratio « PML : Poids Moyen par Locataire » ; - le potentiel de valorisation via le ratio « IRP/Indice de Revalorisation Potentielle » ; - la taille et la mutualisation du parc ; - les provisions pour travaux, le report à nouveau ; - l'analyse de l'investissement moyen par souscripteur via le ratio « IMS ».
<p>Meilleur placement.com :</p> <p>https://app.placement.meilleurtaux.com/palmares-meilleure-scp</p>	<p>Le classement est élaboré à partir d'une méthodologie qui s'appuie sur un ensemble de critères quantitatifs et qualitatifs. L'expertise quantitative de ce palmarès est affinée par une analyse qualitative reposant sur l'analyse du foncier et la stratégie globale de la SCPI.</p> <p>Principaux indicateurs :</p> <ul style="list-style-type: none"> - La capitalisation ; - Le Taux de Distribution sur Valeur de Marché 2018 ; - L'ancienneté ; - Les revalorisations des 3 dernières années ; - Le Taux d'occupation financier ; - Le ratio Valeur de retrait / valeur de réalisation ; - Le report à nouveau ; - La commission de souscription.
<p>Netinvestissement :</p> <p>https://www.net-investissement.fr/nos-conseils/financier/nos-guides-financiers/scpi/les-10-meilleures-scp-1813.html</p>	<p>Le classement est basé sur quatre principaux critères :</p> <ul style="list-style-type: none"> - La composition de l'actif ; - Le gestionnaire et la politique de gestion ; - Le rendement interne sur 5 ans, le rendement 2018 et les perspectives à venir ; - La stratégie d'acquisition et l'évolution de la stratégie en fonction de l'évolution des opportunités de marché.

INTERVIEW



Nicolas Le Febvre
Associé – Groupe Euodia



Julien Vrignaud
Associé – Groupe Euodia

Dans quelle mesure utilisez-vous la communication financière périodique (Rapports annuels, BIT, etc.) des SCPI pour réaliser votre sélection ? Quel avis avez-vous sur la lisibilité et la pertinence des contenus généraux de la communication financière de ce secteur ?

La communication financière périodique est un élément clé pour le suivi des performances et de la gestion des SCPI. Au sein des bulletins trimestriels d'information on retrouve des informations nécessaires à la sélection :

- les données financières (capitalisation, variation des prix de parts des SCPI, nombre de parts échangées sur le marché secondaire, la valeur de reconstitution et de réalisation), qui nous permettent d'évaluer la santé financière de la SCPI ;
- la gestion de la SCPI (les dernières cessions et acquisitions de la SCPI, des informations sur les locataires, le rendement des actifs et la durée restante des baux en cours avec les occupants du parc immobilier) ;
- l'analyse géographique et sectorielle du parc immobilier de la SCPI (pourquoi la SCPI a choisi le pays dans lequel elle a investi, la situation économique du locataire et de la zone dans laquelle l'immobilier se situe).

La manière dont les éléments sont résumés (actualités, performances, choix stratégiques) est en règle générale plutôt satisfaisante. Les sociétés de gestion dans leur communication sont plutôt claires en ce qui concerne les objectifs de

rendement et de distribution. Généralement, la stratégie est clairement énoncée, les milestones évoqués, et le suivi des investissements effectué. Cela nous permet d'agir en conséquence et d'orienter nos clients vers les SCPI que nous pensons attractives.

A la lecture des indicateurs de sélection affichés par les plateformes de distribution, nous pouvons faire le constat qu'il y a peu de référence à la stratégie RSE/ISR, selon vous ce critère va-t-il évoluer ?

Lorsque l'on parle de SCPI, l'aspect environnemental et responsable n'est pas le premier critère de sélection actuellement. Néanmoins, on observe une augmentation de l'intérêt de la part des investisseurs dans des placements qui intègrent une stratégie RSE/ISR. On remarque parallèlement que parmi les SCPI créées en 2018 et 2019, on retrouve cette notion d'investissement responsable. Pour en citer une, prenons la SCPI Kyaneos Pierre, créée en 2018 par Kyaneos AM. Elle a pour but d'acquérir de l'immobilier puis de le transformer afin que la consommation énergétique soit optimisée et que les normes environnementales soient respectées. Typiquement, pour un investisseur détenant des parts dans cette SCPI, on ne retrouvera pas que le rendement en tant que critère de performance, mais aussi la capacité de la SCPI à améliorer les logements qu'elle a acquis (c'est d'ailleurs une des données principales qu'elle met en avant sur ses bulletins d'information).

Le premier acteur du marché qui a mentionné une « stratégie verte » est Perial Asset Management, avec sa SCPI PFO2, qui aujourd'hui capitalise plus de 2 milliards d'euros. Cette SCPI intègre des objectifs d'amélioration de consommation d'énergie. En effet, elle effectue des analyses avant d'acquérir des biens afin d'évaluer leur potentiel d'amélioration.

Même si la grande majorité des SCPI n'intègre pas pour l'instant cet aspect, il n'en demeure pas moins que les potentiels futurs investisseurs ont de plus en plus cet affect pour les investissements qui n'excluent pas la protection de l'environnement (Fonds ISR, SCPI « vertes », etc). Nous pensons donc que les SCPI devront prendre cela en compte dans un futur proche.

Les FIA immobiliers qui ont le vent en poupe sur la collecte et l'investissement vont chercher des immeubles de plus en plus loin géographiquement (Européanisation des investissements et pour certains d'entre eux en dehors de la zone euro) mais pas encore autant que les fonds ouverts allemands qui n'hésitent pas depuis longtemps à aller aux Etats-Unis ou en Asie. Si les FIA immobiliers grand-public français suivaient cette même tendance, pensez-vous que la clientèle française sera intéressée par des allocations hors Europe ?

L'un des principaux avantages de la SCPI est le pouvoir de diversification sectorielle mais également géographique. Investir hors de l'union européenne présenterait des opportunités d'investissement plus larges. De plus, l'avantage réside dans la protection contre le risque de souffrir d'une crise économique et immobilière dans une des zones où la SCPI est investie. Dernièrement, on a remarqué que les SCPI les plus performantes du marché en termes de rendement étaient les SCPI qui visaient des pays plus lointains, qui n'ont pas encore reçu d'investissement de la part de SCPI (Corum XL et Corum Origin par exemple).

A l'origine de ces investissements géographiquement plus diversifiés est la recherche de nouvelles opportunités de placement, la recherche d'acquisition d'actifs qui présentent des rendements élevés et des locataires de renom. Dernier avantage de ce genre d'opération, il est possible que dans de nouveaux territoires certains produits immobiliers puissent attirer les investisseurs français (nouveaux types d'actifs pourquoi pas ?).

Néanmoins, des investissements se situant à l'autre bout du monde pourraient refroidir une grande partie des investisseurs. En effet, une diversification géographique en zone Euro peut plaire de par la similitude des cultures des pays concernés. Les SCPI qui se dirigent vers l'Allemagne, les Pays-Bas ou l'Angleterre connaissent ces pays, la gestion d'actifs sur place, et ont cherché à se diversifier pour partir à la chasse de nouvelles acquisitions opportunistes. De plus, aucune des SCPI actuelles n'a pu tester de nouvelles acquisitions aussi loin. Pour un investisseur, il est très rassurant de se baser sur des performances passées dans le choix d'investissement, de facto ils ne pourront pas s'appuyer sur des succès passés.

Le dernier frein à l'investissement des français pourrait se trouver dans l'insécurité des relations économiques et politiques entre les pays concernés. Certains climats d'incertitudes et de tensions géopolitiques pourraient trop peser sur les rendements.

C'est pourquoi la clientèle française pourrait être méfiante à l'égard de SCPI investissant dans des zones trop éloignées. En revanche, il serait intéressant d'étudier le comportement de l'investisseur dans le cas d'une SCPI très diversifiée géographiquement (à savoir 50% en zone euro et 50% hors zone euro).



PERFORMANCE FINANCIÈRE

RÉSULTAT PAR PART

% Panel étudié	OPCI		SCPI	
	Rapport Annuel au 31/12/2018	DIP au 30/06/2019	Rapport Annuel au 31/12/2018	BIT au 30/06/2019
Résultat net par part	53%	6%	99%	2%

Le résultat par part qui peut être calculé facilement n'est pas toujours présenté en lecture directe dans les Rapports Annuels des OPCV du panel et est très peu utilisé au niveau des communications semestrielles.

RENDEMENT COURANT

% Panel étudié	OPCI		SCPI	
	Rapport Annuel au 31/12/2018	DIP au 30/06/2019	Rapport Annuel au 31/12/2018	BIT au 30/06/2019
Dividende par part	100%	60%	100%	100%
DVM (Taux de distribution sur valeur de marché)	N/A	N/A	100%	72%

N/A : non applicable

DIVIDENDES PAR PART (OPCI)

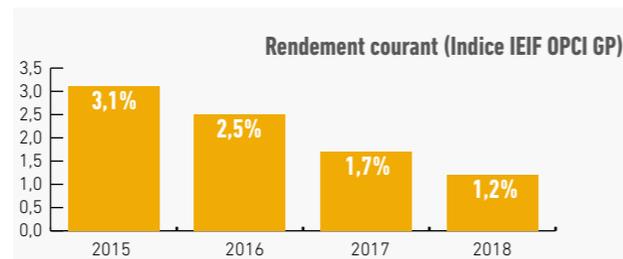


Sur les OPCV, le rendement courant est mesuré via le dividende par part.

Le dividende par part est systématiquement présenté en valeur absolue.

Taux de marché	OPCI GRAND PUBLIC	
	2017	2018
Rendement courant	1,7%	1,2%
Valorisation	2,3%	-0,4%
Performance Globale	4,1%	0,8%

Source : ASPIM/ IEIF



- La performance globale diminue de 3,3% sur la période. Cette évolution est principalement liée à l'effet valorisation en lien notamment avec la baisse substantielle des valorisations sur les foncières cotées.¹
- Sur la même période, l'indice EDHEC IEIF SCPI mesurant le rendement courant et la variation de prix de part passe de +5,9% à +4,8%.

1. Evolution de l'indice Euronext IEIF SIIC France en 2018 : -21,5%



DVM (SCPI)



Le rendement courant est mesuré sur les SCPI au travers d'un indicateur spécifique : le DVM ou taux de distribution sur valeur de marché qui est calculé par la division du dividende brut avant prélèvement libératoire versé au titre de l'année N par le prix part acquéreur moyen de l'année N.

Au niveau du panel de SCPI, l'utilisation du DVM est systématique : 100% des SCPI mentionne le taux annuel dans les Rapports Annuels 2018. Par ailleurs, certains véhicules communiquent sur un taux de DVM cible. Le DVM est aussi souvent mentionné dans les BIT.

Lorsque le DVM inclut une part de revenus non récurrents (report à nouveau, plus-value), cette information est souvent précisée de manière explicite (exemple : « La part de revenus non récurrents distribuée est de XX% »).

Ces dernières années, avec pour cause principale la hausse des valeurs des immeubles, le DVM est en baisse d'un demi-point.

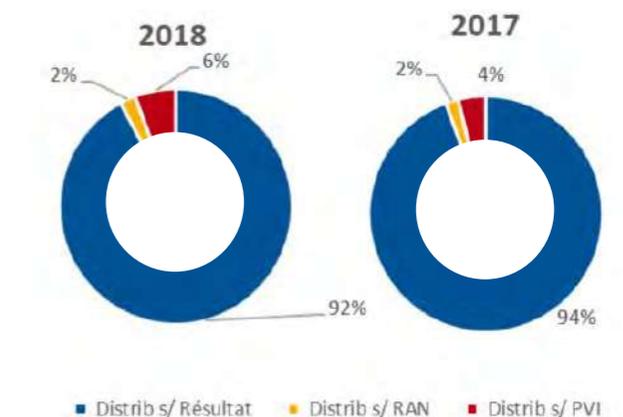
Années	DVM du marché SCPI immobilier d'entreprise
2018	4,4%
2017	4,4%
2016	4,6%
2015	4,9%

Source : ASPIM/ IEIF

Au 30 septembre 2019, sur les douze derniers mois le rendement courant des SCPI d'entreprise s'établit à 4,5%.

ORIGINE DE LA DISTRIBUTION DES SCPI – ANALYSE COMPARATIVE

En complément du résultat net comptable de la période, les SCPI peuvent également distribuer des revenus non récurrents : recours au report à nouveau (RAN) ou distribution du stock de plus-value immobilière réalisée (PVI). Au titre de l'exercice 2018, les 60 SCPI les plus importantes en capitalisation ont distribué 2 033 m€ à leurs associés soit **103%** de leur résultat net 2018 (vs. **102%** en 2017), 31 d'entre elles ont eu un niveau de distribution supérieur au résultat de la période (vs. 29 en 2017).



Source : rapports annuels 2017 et 2018 des 60 SCPI les plus importantes en termes de capitalisation.



RENDEMENT TOTAL

Le rendement total est mesuré différemment selon la nature du véhicule :

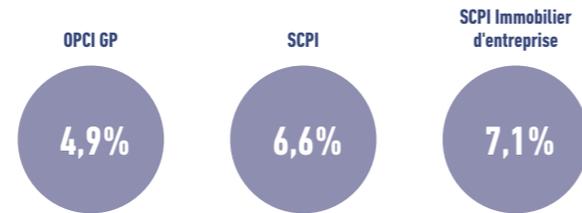
- les SCPI utilisent le TRI (taux de rendement interne) pour mesurer le rendement total pluriannuel. Pour une mesure annuelle elles peuvent utiliser en complément du DVM le VPM (variation du prix moyen de la part) ;
- les OPCI le mesurent sur une performance annuelle avec la méthode du dividende réinvesti. Cette différence s'explique notamment par le fait que souvent les parts d'OPCI sont souscrites le plus souvent via des unités de compte d'assurance-vie pour lesquelles les dividendes peuvent être réinvestis automatiquement.

Qu'il s'agisse de l'OPCI ou de la SCPI, pour des véhicules à horizon de placement long terme le rendement total s'analyse essentiellement sur un horizon pluriannuel.



TAUX DE RENDEMENT INTERNE (TRI)

TRI glissant sur 10 ans au 31/12/2018

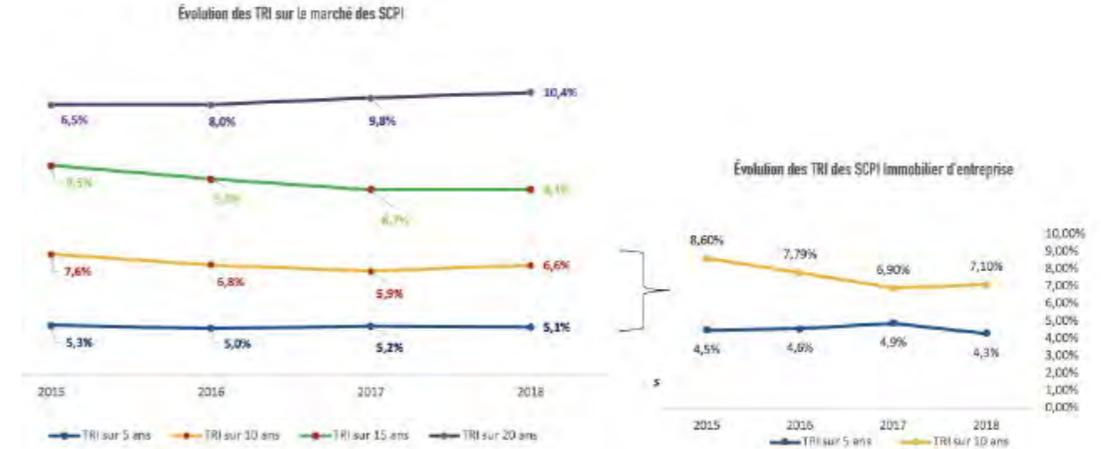


Source : ASPIM/ IEIF



Le TRI est un indicateur de performance à long terme, présenté souvent sur des durées multiples de 5 ans, en fonction de la durée de vie du véhicule. Il est déterminé à partir des éléments suivants :

- à l'entrée, le prix acquéreur constaté au terme de l'exercice précédant la période considérée ;
- sur la période, les revenus distribués ;
- à la sortie, la valeur de retrait au terme de la période hors fiscalité du porteur.



Source : ASPIM/ IEIF

% Panel étudié	SCPI	
	Rapport Annuel au 31/12/2018	BIT au 30/06/2019
TRI depuis origine	10%	2%
TRI 5 ans	90%	84%
TRI 10 ans	100%	83%
TRI 15 ans	69%	55%

Toutes les SCPI du panel communiquent leur TRI, en particulier le TRI 10 ans qui correspond globalement à l'horizon de placement recommandé. Cet indicateur est plus utilisé dans les Rapports Annuels que dans les bulletins trimestriels. Peu d'entre elles communiquent sur un TRI depuis l'origine, à noter que les SCPI du panel ont en moyenne 15 années d'existence. Certaines SCPI peuvent indiquer à titre comparable le TRI de leur secteur en comparaison.

VPM

Il n'existe pas d'indicateur unique en lecture directe pour mesurer la performance totale sur un an. En complément du DVM, le VPM permet de mesurer en pourcentage la variation du prix moyen de la part sur un an.

% Panel étudié	SCPI	
	Rapport Annuel au 31/12/2018	BIT au 30/06/2019
VPM	89%	28%

Une grande majorité des SCPI utilisent le VPM dans leur communication financière annuelle.



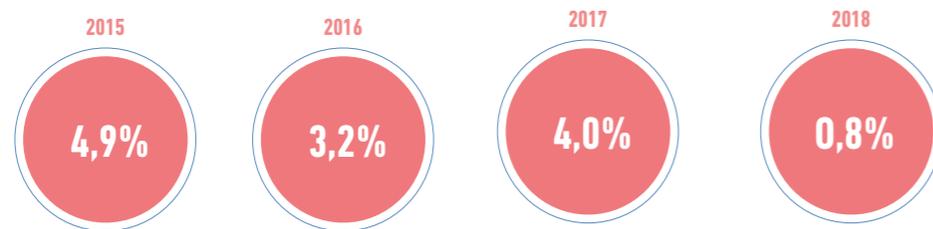
PERFORMANCE ANNUELLE À DIVIDENDE RÉINVESTI DES OPCI

% Panel étudié	OPCI	
	Rapport Annuel au 31/12/2018	DIP au 30/06/2019
Performance à dividende réinvesti de l'année ou sur l'année glissante	76 %	83 %
Performance à dividende réinvesti sur un horizon pluriannuel	64 %	44 %
Performance à dividende réinvesti depuis l'origine	62 %	44 %
Découpage ou affichage de la performance annuelle / semestrielle par poche	59 %	44 %
Mention du montant minimal des obligations de distribution	11 %	0 %

Au niveau des OPCI :

- en moyenne 80% mentionnent le taux de performance à dividende réinvesti de l'année 2018 dans leur Rapport Annuel ou dans leur DIP du premier semestre 2019 ;
- la communication de la performance à dividende réinvesti depuis l'origine ou sur un horizon pluriannuel n'est pas systématique, elle peut être faite soit sous la forme d'un taux annualisé ou en reprenant la performance de chaque année ;
- dans 62% des Rapports Annuels, cet indicateur est présenté depuis l'origine du fonds sous la forme d'un graphique évolutif ou d'un tableau et par catégorie de part, le cas échéant.

RENDEMENT GLOBAL INDICE IEIF OPCI « GRAND PUBLIC »



Source : ASPIM / IEIF



CAPITAUX PROPRES ET ACTIONNARIAT

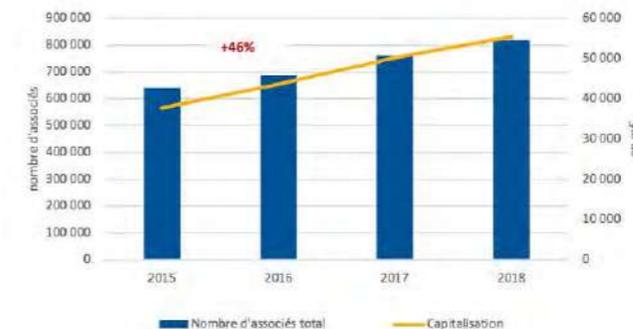
% Panel étudié	SCPI	OPCI
	Rapport Annuel au 31/12/2018	Rapport Annuel au 31/12/2018
Collecte nette	100%	100%
Montant des souscriptions	100%	100%
Montant des rachats/ retraits	100%	100%
Report à nouveau par part (en lecture directe)	100%	0%
Nombre de parts	100%	100%

Tant pour les OPCI que les SCPI du panel, la communication sur la collecte nette ou décompensée, la valeur de réalisation des capitaux propres/l'actif net et le nombre de parts est systématique.

Seules les SCPI communiquent sur le nombre d'associés. Peu de FIA fournissent des informations sur le profil des associés (poids relatifs des investisseurs professionnels, réseaux de distribution/commercialisation, part en unité de comptes, etc.).

SCPI : EVOLUTION DU NOMBRE D'ASSOCIÉS SUR LES 5 DERNIÈRES ANNÉES PAR RAPPORT À LA CAPITALISATION DU MARCHÉ

Évolution du nombre d'associés et de la capitalisation sur les 5 dernières années



La capitalisation de l'ensemble des SCPI a progressé de +46% entre le 31 décembre 2015 et le 31 décembre 2018 ; en parallèle la hausse du nombre d'associés s'établit à +28%.

819 019
associés de SCPI
à fin 2018

Source : ASPIM / IEIF



REMUNÉRATION DES SGP

COMMISSION DE GESTION ET FRAIS DE GESTION ET DE FONCTIONNEMENT

Les dispositifs d'encadrement et de plafonnement des frais sont différents entre les SCPI et les OPC.

SCPI



Conformément à l'article 422-224 du RGAMF, la commission de gestion est assise sur les produits locatifs hors taxes encaissés, l'assiette de cette commission peut être étendue aux produits financiers nets (dividendes des filiales par exemple) à la condition que le public en soit informé.

	SCPI
% Panel étudié	Rapport Annuel au 31/12/2018
Montant de la commission de gestion annuelle supportée par la SCPI	100%
Rappel des taux statutaires de la commission de gestion	100%

L'ensemble des SCPI du panel présente le montant annuel de la commission de gestion supportée par la SCPI. Cette charge annuelle est systématiquement mise en perspective avec les taux statutaires (taux plafonds par exemple).

Certaines SCPI précisent également dans leur Rapport Annuel que des honoraires facturés par la société de gestion sont supportés par les filiales des véhicules, et présentent les impacts chiffrés associés (rémunération « consolidée » au niveau du fonds ou charges supportées par les filiales).

OPCI



Un plafond est défini sur les frais de fonctionnement et de gestion (sur la base d'un pourcentage de l'actif net). Ces charges recouvrent l'ensemble des frais supportés de manière récurrente par l'OPCI afin d'en assurer le fonctionnement à l'exclusion des frais liés à l'exploitation immobilière. Elles concernent essentiellement la rémunération de la SGP visée par l'article 319-12 du RGAMF qui rémunère les prestations de fund management et d'asset management immobilier et suivi des montages immobilier.

	OPCI
% Panel étudié	Rapport Annuel au 31/12/2018
Montant des frais de gestion annuels supportés par l'OPCI	100%
Mention du taux réel effectif de calcul des frais de gestion annuels	94%
Rappel des taux maximums des frais de gestion dans le Rapport Annuel	67%
Lisibilité simultanément du taux effectif et du taux maximum	59%

L'ensemble des OPC du panel communique sur le niveau annuel des frais de gestion supportés au titre de l'exercice par le véhicule. Cette information figure notamment dans le tableau de détail des frais de gestion et de fonctionnement. La charge annuelle est également rapportée au niveau de l'actif net en fin de période.

60% environ des OPC affichent simultanément dans leur Rapport Annuel le taux effectif et le taux maximum de frais de fonctionnement et de gestion annuels. La plupart des OPC détenant des participations affichent en complément une vision consolidée des frais de gestion et de fonctionnement au niveau du fonds, incluant les charges supportées par l'OPCI et les charges supportées par ses filiales.



POLITIQUE DE RÉMUNÉRATION DE LA SGP



Depuis l'entrée en application de la Directive AIFM 2011/61/UE en juillet 2013, les Gestionnaires de Fonds d'investissement Alternatifs, entrant dans le champ de la Directive, sont tenus de mettre en place et de communiquer la politique de rémunération des personnes contribuant au profil de risque de la société de gestion et/ou des FIA gérés.



Source : Rapports Annuels 2018 des véhicules du panel

La quasi-totalité des véhicules du panel prévoit dans leur Rapport Annuel 2018 une mention spécifique dédiée à la politique de rémunération de la SGP, cette pratique est en hausse pour 11% des véhicules entre 2017 et 2018.

Par ailleurs, les modalités de communication des SGP dans les Rapports Annuels des FIA sur leur politique de rémunération restent assez diverses, en effet de nombreuses SGP ont retenu l'option d'inclure dans leur Rapport Annuel toutes les informations associées à ce sujet alors que d'autres font simplement un renvoi vers un autre support (site Internet de la SGP, mise à disposition de l'associé sur place, dans le rapport de gestion de la SGP, etc.).



INDICATEURS EXTRA-FINANCIERS (ESG/ISR/RSE)

COMMUNICATION DES OPCV ET SCPI DU PANEL

Thématiques RSE/ ISR abordées :
46% des SCPI - 33% des OPCV

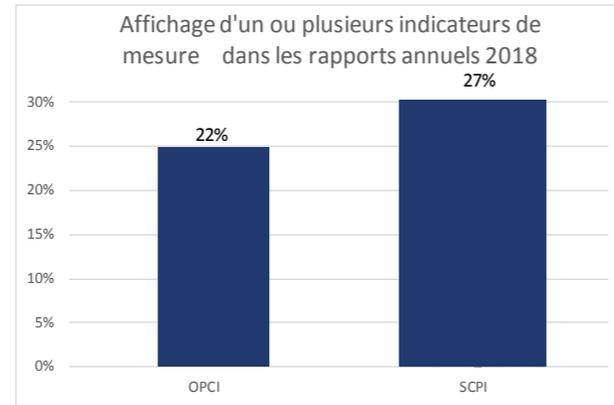
Source : panel étudié 2018

À l'aube du déploiement du label « ISR Immobilier », la plupart des SGP immobilières affichent dans leur communication externe (site Internet, rapport spécifique, etc.) une implication sur les problématiques liées au développement durable ou la RSE. En 2018, la moitié des SCPI et un tiers des OPCV ont développé ce thème dans leur Rapport Annuel. Un quart des véhicules affiche un ou plusieurs indicateurs de mesure globale de performance énergétique.

40%

Poids de l'immobilier dans la production mondiale d'énergie primaire

Source : World economic forum estimation



PRINCIPAUX INDICATEURS GLOBAUX AFFICHÉS DANS LES RAPPORTS ANNUELS 2018

Engagement à être 100% ESG d'ici 2021

% du patrimoine en avance sur les exigences de la loi ELAN

âge énergétique

Evaluation environnementale par des outils interne de la société de gestion

x% des actifs du véhicules entrent dans le Panel RSE de la société de gestion

x% d'actifs équipés de bornes de recharges

Répartition du patrimoine par réglementation thermique

Consommation énergétique

x% du patrimoine doit obtenir un DPE supérieur ou égal à D l'année suivant l'acquisition

x% du fonds possède une certification ou un label environnemental

x% du patrimoine est concerné par des opérations de verdissement

Les SGP affichent essentiellement les labels ou niveau de certification des immeubles acquis au cours de l'exercice (LEED, BREEAM, HQE, BEPOS, E+C-, Effinergie, BBC, etc.).

Parmi les principaux éléments de certifications et de labels, on peut distinguer les labels monocritères des certifications multicritères. En effet certains labels (PassivHaus, Effinergie, etc.) ne vont s'intéresser qu'à la performance énergétique du bâtiment, là où les certifications optent pour une approche plus large et abordent le sujet sous plusieurs angles (éco-gestion, éco-construction, confort des utilisateurs, etc.).

63%

Part des Français accordant une place « importante » aux impacts environnementaux et sociétaux dans leur décision de placement

Source : « Les Français et la finance responsable » (IFOP pour Vigeo Eiris et le Forum pour l'investissement responsable, 2018)



PRINCIPAUX LABELS COMMUNIQUÉS PAR LES SCPI ET OPCI

BREEAM **BBC-Effinergie** **HPE**
HQE **LEED**

Taille proportionnelle à l'occurrence, Source : Rapports Annuels des FIA

RÉFÉRENCES ESG/ISR/RSE MENTIONNÉES DANS LES RAPPORTS ANNUELS 2018 DES FIA

Les principaux référentiels d'engagement mentionnés dans les Rapports Annuels 2018 des véhicules du panel sont les suivants (taille proportionnelle à l'occurrence).

Certains OPCI appliquent aussi des critères ESG spécifiques dans leur politique d'investissement (immobilier physique ou action de foncières cotées).

Exemples de critères d'éligibilité :

- actifs immobiliers physiques labellisés ou à la norme RT2012 ;
- nombre minimum d'emplois créés par les nouveaux immeubles acquis ;
- note minimum pour les actifs financiers (actions de foncières cotées, obligations et titres de créances).

Engagement Principes de l'investissement responsable (PRI)

Innovation

Implication auprès de l'OID

Participation de la société de gestion au GT sur la charte/ label ISR avec ASPIM

Charte d'efficacité énergétique des bâtiments tertiaires

Source : Rapports Annuels des FIA





2. INDICATEURS SUR LE PATRIMOINE ET LE PROFIL DE RISQUE ET DE LIQUIDITÉ



COMMUNICATION SUR LE PATRIMOINE IMMOBILIER

% Panel étudié	SCPI	OPCI
	Rapport Annuel au 31/12/2018	Rapport Annuel au 31/12/2018
Répartition géographique	100%	100%
Répartition sectorielle	100%	100%
Valeur vénale détaillée par immeuble en direct	13%	25%
Prix de revient par immeuble en direct	100%	25%
Valeur vénale détaillée par immeuble en indirect	3%	0%
Prix de revient par immeuble en indirect	61%	0%
Surface totale du patrimoine immobilier	95%	35%
Surface par immeuble	95%	29%
Détail du niveau de loyer par immeuble ou par typologie d'actif	14%	0%
Taux de rendement détaillé par immeuble ou par catégorie d'immeuble	2%	12%

INFORMATIONS SUR LES IMMEUBLES

L'allocation géographique et sectorielle est un point clé et systématique de la communication financière pour tous les FIA immobiliers (OPCI ou SCPI).

Les points de divergences relevés dans les Rapports Annuels 2018 sont les suivants :

- un niveau de communication détaillé par immeuble beaucoup plus systématique sur les SCPI que sur les OPCI. En effet, spécifiquement pour les SCPI, il est requis par les textes qu'un inventaire détaillé soit présenté avec pour chaque immeuble le prix d'acquisition, la date d'acquisition, la surface et l'adresse ;
- peu de SGP communiquent directement les valeurs vénales individuelles par immeuble. Il peut être précisé dans les Rapports Annuels que la non-communication des valorisations « immeuble par immeuble » est liée au préjudice potentiel que cela pourrait porter dans le cadre de cessions à venir et que l'information est disponible sur simple demande des associés du FIA.

Les principales informations utilisées pour décrire les acquisitions significatives de la période sont les suivantes :

- de manière quasi systématique : date d'acquisition, nature du bien, surface, pays de localisation de l'actif, destination du bien, pourcentage de détention le cas échéant ;
- plus occasionnellement : le taux de rendement immobilier ou le prix d'acquisition pour les OPCI. Il est moins rare que le taux de rendement soit présenté sur les nouvelles acquisitions de la période.



VALORISATION EXTERNE DES IMMEUBLES



Les obligations en matière d'expertise immobilière externe sont différentes entre les OPCI et les SCPI. En synthèse :

- pour les OPCI grand public, deux experts immobiliers externes nommés pour 4 ans valorisent de manière indépendante les actifs immobiliers trimestriellement¹ (une expertise complète avec une visite et 3 actualisations). Une visite annuelle de l'actif est réalisée par l'expert ;
- pour les SCPI, l'expert immobilier externe qui est nommé pour 5 ans effectue une actualisation tous les ans et une expertise complète de l'immeuble, avec visite de l'actif tous les 5 ans².

Les gestionnaires demeurent responsables de la correcte évaluation des actifs du FIA³.

1. Source : CMF L214-55

2. Source : RG AMF 422-234

3. La directive AIFM précise notamment la responsabilité des gestionnaires en la matière

% Panel étudié	SCPI	OPCI
	Rapport Annuel au 31/12/2018	Rapport Annuel au 31/12/2018
Mention du/des experts immobiliers du véhicule	100%	100%
Indication sur les méthodes de valorisation retenues par l'expert (DCF, capitalisation etc.)	80%	22%
Mention des éventuels écarts entre les valeurs d'expertise et les valeurs arrêtées par la SGP	1%	11%

Pour les OPCI comme pour les SCPI les évaluateurs externes immobiliers sont systématiquement identifiés dans les rapports annuels. Les SCPI fournissent plus d'informations sur les modalités de valorisation de l'expert externe (méthodes de valorisation retenues notamment).

Nous n'avons pas identifié d'usage visant à imposer un changement systématique du ou des experts immobiliers externes à l'échéance du contrat (c'est d'usage sur les foncières cotées).

Les cas d'écarts affichés entre les valorisations des experts externes et celles de la SGP dans les rapports annuels 2018 sont très rares sur les SCPI et OPCI.

Les taux de rendement liés aux valorisations retenues sont rarement affichés.

INTERVIEW



Louis Vorilhon
Expert valorisation immobilière
Immobilier & BTP
Mazars

Une profession autorégulée

Dans une période d'investissements immobiliers records, le recours à l'expertise immobilière est un passage incontournable, que ce soit dans le cadre d'acquisitions, de cessions, ou pour des expertises réglementaires.

La profession d'expert immobilier n'est réglementée que de manière très partielle aujourd'hui. Seules les pratiques des experts judiciaires et des experts fonciers, agricoles et forestiers sont reconnues par les autorités. Le statut d'expert immobilier en lui-même n'est donc pas réglementairement reconnu.

Afin de professionnaliser l'expertise et de garantir des résultats optimaux à leur clientèle, les acteurs de l'expertise se sont rassemblés au niveau national (AFREXIM, IFEI, etc.), européen (TEGOVA) et International (RICS) et ont émis leur propres réglementations (Charte de l'expertise en évaluation immobilière, Blue Book, Red Book).

Si les lignes directrices de ces réglementations sont globalement similaires, il existe des disparités entre les usages et chaque cabinet d'expertise peut avoir ses pratiques propres.

Des pratiques spécifiques à chaque type d'évaluation

À titre d'exemple, la rémunération des expertises est libre, et doit être convenue entre l'expert et son client. Toutefois, certains cabinets d'expertise peuvent avoir des grilles tarifaires en fonction du type d'actif, de sa situation ou encore de sa surface.

Concernant la rotation des experts, là encore, la pratique varie. Dans un cadre purement patrimonial et en dehors des véhicules d'investissement, la Charte de l'Expertise recommande des rotations, mais sans en préciser la durée. La RICS de

son côté recommande une rotation au moins tous les 7 ans, mais sans l'imposer.

Les expertises réglementaires font l'objet de conditions de rotation plus strictes. En ce qui concerne les compagnies d'assurance, mutuelles et caisse de retraite, un décret de 1990 leur a imposé de faire évaluer leur patrimoine immobilier chaque année.

L'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) a fixé plus précisément les modalités d'évaluation : fiche de résumé conclusive, lettre de présentation de l'expert démontrant ses compétences techniques et son expérience, expertises centrales pour les évaluations de parts de SCI, mais également la rotation d'expert tous les 5 ans.

Par ailleurs, l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) et l'EPRA (*European Public Real Estate Association*) recommandent, pour la présentation des éléments d'évaluation et des risques du patrimoine immobilier des sociétés cotées, de communiquer notamment sur les points suivants :

- qualité des experts et principe de rotation retenu et appliqué ;
- contexte de détermination des hypothèses de valorisation ;
- hypothèses clés retenues par l'expert, par classe d'actifs immobiliers (taux de rendement, valeur locative, taux d'occupation, etc.) ;
- tests de sensibilités sur les hypothèses ;
- description des taux de rendement et de capitalisation ;
- distinction entre le taux de rendement du patrimoine « occupé » et celui des locaux vacants.

1. Position- recommandation AMF n°2010-18



RISQUE LOCATIF

TAUX D'OCCUPATION / VACANCE

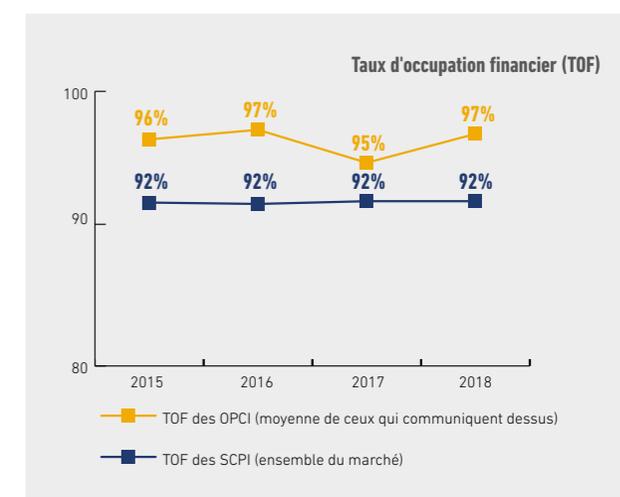


Taux d'occupation financier (définition du TOF par l'ASPIM) :

« Division du montant total des loyer et indemnités d'occupation facturés ainsi que des indemnités compensatrices de loyer par le montant total des loyers facturables dans l'hypothèse où l'intégralité du patrimoine de la SCPI serait loué ».

En particulier, le TOF ASPIM est défini suivant le principe selon lequel il doit être affecté à la baisse du fait de la détention de tout actif immobilier ne générant pas de flux locatif à un instant donné, quelle que soit la raison de la vacance.

Il est recommandé de détailler les éléments constitutifs de la vacance financière.



% Panel étudié	SCPI		OPCI	
	Rapport Annuel au 31/12/2018	BIT au 30/06/2019	Rapport Annuel au 31/12/2018	DIP au 30/06/2019
TOF (taux d'occupation financier)	100%	100%	59%	44%
Définition du TOF	95%	76%	12%	0%
Référence à ASPIM	32%	18%	0%	0%
Format "Donut"	64%	70%	12%	0%
TOP (taux d'occupation physique)	65%	54%	24%	19%
Taux de vacance (utilisation du terme)	50%	66%	6%	0%
Définition du taux de vacance	9%	9%	18%	0%
Détail des surfaces vacantes	68%	0%	18%	0%



Peu d'OPCI communiquent sur le taux d'occupation physique ou spécifiquement sur un « taux d'occupation financier brut » qui à la différence du TOF défini par l'ASPIM réintègre les immeubles loués sous franchise de loyer. A la différence des OPCI, les SCPI communiquent souvent sur le taux de vacance ou le taux d'occupation physique et peuvent présenter dans une synthèse les principales surfaces vacantes.

AUTRES INDICATEURS LIÉS AU RISQUE LOCATIF

Il existe de nombreux autres indicateurs que le taux d'occupation pour apprécier le risque locatif.

- **Indicateurs liés à la concentration ou à la dépendance** : Nombre de locataires, nombre de baux, échéanciers de baux, Poids des principaux baux.
- **Indicateurs liés au recouvrement des créances locatives** : taux de recouvrement, niveau des pertes sur créances irrécouvrables, dépréciations comptables.
- **Indicateurs liés à la qualité des preneurs** : notation des agences externes, identification des locataires avec une solide activité.



RISQUE DE LIQUIDITÉ



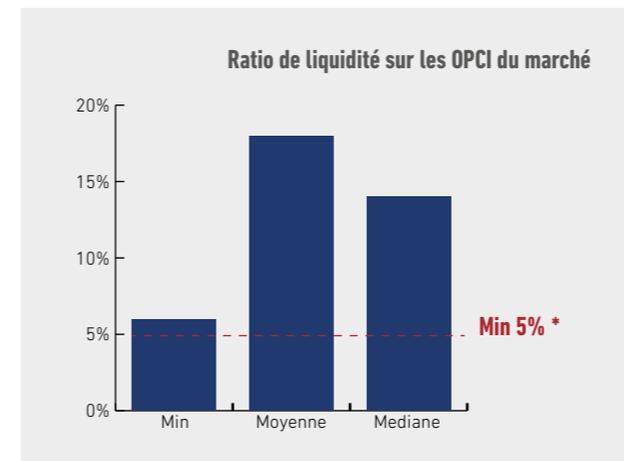
En application de l'article 16 de la directive AIFM 2011/61/UE du 8 juin 2011, les gestionnaires de FIA doivent effectuer régulièrement des simulations de crise (ou stress tests) dans des conditions normales et exceptionnelles de liquidité, qui leur permettent d'évaluer le risque de liquidité des FIA, et d'effectuer en conséquence un suivi du risque de liquidité des FIA.

Bien que la directive AIFM ait imposé des sujets communs, les dispositifs de protection et de ratios liés au risque de liquidité sont très différents entre l'OPCI et la SCPI. En effet, le premier gère sa liquidité de manière intrinsèque via sa poche de liquidités et de valeurs mobilières tandis que la deuxième la gère de manière extrinsèque souvent via des retraits compensés (contexte de collecte nette positive).

Dans leur Rapport Annuel 2018, 56% des OPCI et 18% des SCPI du panel font référence au processus de stress test périodique de liquidité mis en place. Peu de véhicules donnent des informations précises dans leur communication financière périodique sur les paramètres ou hypothèses pris en compte pour effectuer cette simulation ou ont identifié des actifs non liquides.



En application de l'article L214-37 du CMF (Code Monétaire et Financier), les OPCI doivent détenir à leur bilan une poche de liquidités supérieure à 5% (les actifs à caractère liquide sont composés des dépôts à terme, des dépôts à vue et des instruments financiers à caractère liquide). Ce principe est vérifié par le respect du ratio de liquidité calculé sur la base du montant de la poche de liquidité divisé par l'actif brut.



89% des OPCI du panel affichent des éléments de stratégie d'allocation de la poche de liquidité. Les investissements sont orientés essentiellement sur des dépôts à terme et des OPCVM monétaires. Ce dispositif n'a pas d'équivalent direct sur les SCPI.

* Minimum de 5% en application de l'article L214-37 du CMF

Source : Calcul Mazars sur les 18 OPCI grand public existants au 31/12/2018



SUIVI DES RETRAITS ET DU VOLUME DE TRANSACTION SUR LES PARTS DE SCPI

Au 31 décembre 2018, les retraits non compensés, ajoutés au cumul des parts en attente de cessions représentent 0,19%¹ (vs 0,22% en 2017) de la capitalisation totale des SCPI.

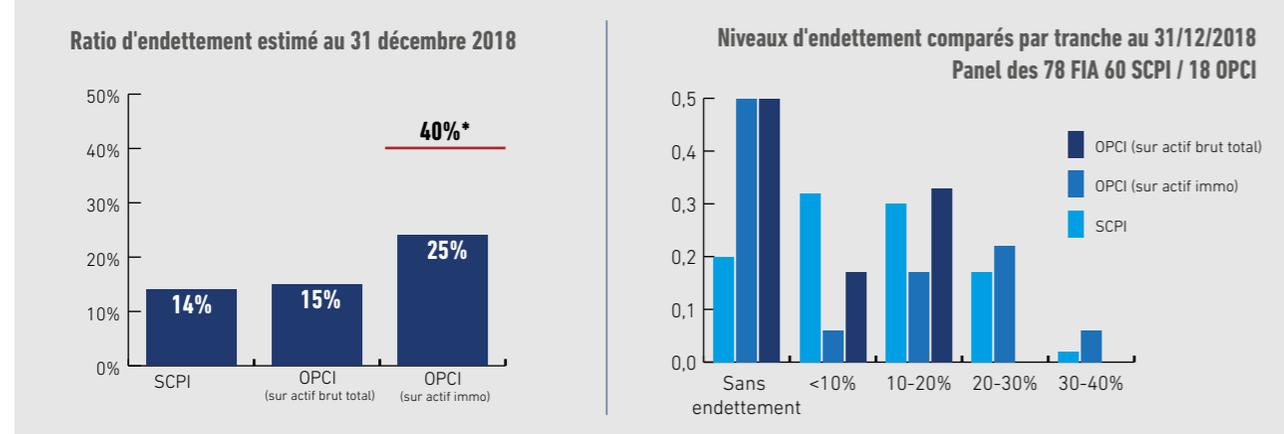
La quasi-intégralité des SCPI analysées présentent un délai moyen d'exécution de retrait des parts inférieur à un mois et précisent qu'il n'existe pas de parts en attente de cession à la clôture 2018.

ENDETTEMENT ET EFFET DE LEVIER



En application de l'article L214-39 du CMF, un OPCI peut contracter des emprunts dans la limite de 40 % de la valeur de ses actifs immobiliers.

En application de l'article L214-101 du CMF, une SCPI peut recourir à l'endettement dans la limite d'un maximum fixé par son assemblée générale.



* plafond réglementaire

Source : Rapports Annuels 2018 des 18 OPCI grand public

Source : Rapports Annuels 2018 des 60 plus grosses SCPI du marché au 31 décembre 2018 et des 18 OPCI grand public

Sur la base des Rapports Annuels des 60 SCPI les plus importantes et l'ensemble des OPCI au 31 décembre 2018 nous avons estimé le ratio d'endettement moyen pondéré à 14% pour les SCPI (vs 13% au 31 décembre 2017), ce dernier s'établit à 15% sur les OPCI (sur la base de l'actif brut total).

Au niveau des OPCI, si on prend en compte seulement le ratio d'endettement communiqué dans les Rapports Annuels (dont l'assiette au dénominateur est basée essentiellement sur les actifs immobiliers), ce dernier est passé de 24% en 2017 à 25% en 2018.

1. IEIF : Annuaire des SCPI 2019



En application de la directive AIFM et du paragraphe V de l'article 421-34 du Règlement Général AMF, les FIA lorsqu'ils ont recours à l'effet de levier doivent communiquer régulièrement leur niveau d'effet de levier.

Il existe deux méthodes pour calculer l'effet de levier :

- la méthode de l'engagement ;
- la méthode brute.

L'effet de levier permet de mesurer l'exposition des actifs du véhicule (liquidités, valeurs mobilières, positions dérivés, emprunts, etc.) au regard de son actif net.

% Panel étudié	SCPI		OPCI	
	Rapport Annuel au 31/12/2018	BIT au 30/06/2019	Rapport Annuel au 31/12/2018	DIP au 30/06/2019
Affichage du ratio d'endettement	68%	31%	100%	46%
Définition et/ou détail du calcul du ratio d'endettement (lorsque le ratio est indiqué)	65%	0%	83%	0%
Affichage de l'effet de levier AIFM	64%	6%	92%	15%
Définition et/ou détail du calcul de l'effet de levier (lorsque le ratio est indiqué)	68%	58%	58%	0%
Affichage de l'échéancier des emprunts	91%	4%	100%	0%
Affichage du taux d'intérêt moyen	19%	6%	0%	0%

En application de la réglementation, 100% des OPCI communiquent sur leur ratio d'endettement au 31 décembre 2018. Sur la base de notre analyse¹, toutes les SCPI qui ont une dette substantielle² communiquent dans leur Rapport Annuel 2018 leur ratio d'endettement.

la trésorerie, des concours bancaires courants, des compte-courant des partenaires dans les joint-ventures et des engagements de VEFA. Peu de FIA précisent dans leur Rapport Annuel 2018 l'assiette ou la définition des modalités de calcul associées aux effets de levier.

Au niveau des SCPI analysées, les ratios d'endettement prennent en compte systématiquement les dettes et les immeubles au niveau des filiales (« par transparence »). Les points qui peuvent varier concernent la prise en compte ou non de

Peu de véhicules communiquent directement sur des indicateurs tels que le coût moyen de la dette, l'échéance moyenne des emprunts ou le taux de couverture du risque du taux.

1. Analyse sur les Rapports Annuels des 60 SCPI ayant la capitalisation la plus importante

2. Ratio d'endettement > 20%



3. STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT



ALLOCATION GEOGRAPHIQUE ET SECTORIELLE

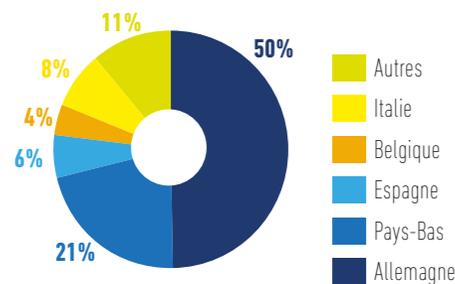
SCPI

SCPI	2018	2015	Var. 2015 vs 2018
Répartition en % valeur vénale			
Valeur vénale (en milliards d'euros)	54,2	31,0	23,2
NATURE D'IMMEUBLE			
Bureaux	64%	64%	0%
Locaux commerciaux	20%	21%	-1%
Locaux d'activités & industriels	2%	2%	-1%
Entrepôts	1%	1%	0%
Habitation	7%	10%	-3%
Centres médicaux	4%	1%	3%
Hôtels, loisirs	2%	1%	1%
Divers	0%	1%	0%
ZONE			
Paris	21%	21%	-1%
Région parisienne	40%	43%	-4%
Province	28%	32%	-4%
Etranger	11,7%	4%	8%

Source : ASPIM/ IEIF

Entre 2015 et 2018 le nombre de SCPI avec une allocation à l'étranger est passé de 20 à 36 véhicules¹, le nombre de SGP de SCPI avec une allocation à l'étranger est passé de 9 à 14 SGP. La part des investissements en dehors de la zone euro est très marginale et concerne essentiellement le Royaume-Uni et l'Europe de l'Est ou du Nord.

Répartition Géographique à l'étranger 2018



Valeur vénale des investissements à l'étranger par type de SCPI à fin 2018 (en Milliards d'euros)



Source : ASPIM/ IEIF

1. IEIF - Annuaire SCPI 2019 et 2018



1^{ER} SEMESTRE 2019

Au premier semestre 2019, les investissements des SCPI ont porté principalement vers les bureaux (62%), les locaux commerciaux (11%), et l'hôtellerie (7%), d'abord en l'Île-de-France (47%, dont 16% à Paris) puis à l'étranger (34%, dont la moitié à destination de l'Allemagne) et en régions (19%)¹.

AU 30 SEPTEMBRE 2019

Sur le 3^{ème} trimestre 2019, les investissements ont essentiellement porté sur les bureaux (70%), les locaux commerciaux (12%) et les résidences de services pour senior (10%). Ces acquisitions sont localisées principalement en Ile de France (55%) et à l'étranger (27%, dont 10% en Allemagne)². Ainsi l'attrait d'actifs alternatifs (étranger, hôtellerie) est maintenu.

OPCI

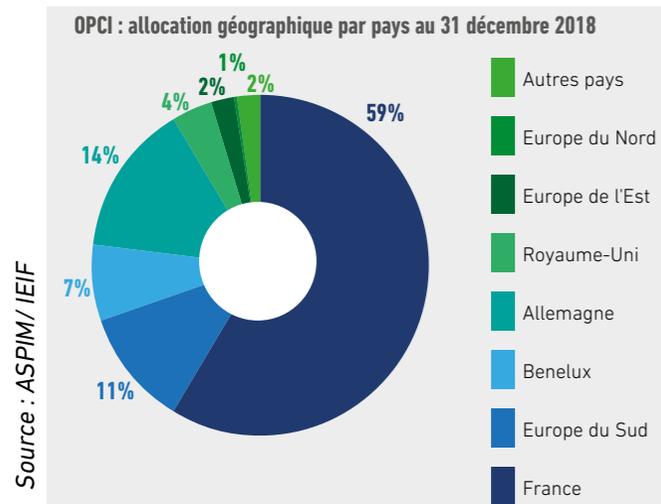
OPCI grand public	2018	2015	Var. 2015 2018
Répartition en % valeur vénale			
Valeur vénale du patrimoine immobilier (en Mds d'€)	10	3	7
NATURE D'IMMEUBLE			
Bureaux	63%	81%	-18%
Commerces	13%	14%	-1%
Habitation	1%	3%	-2%
Hôtellerie et Résidences	6%	1%	
Santé	12%		
Logistique	4%	1%	20%
Autres			
ZONE			
Paris	22%	22%	0%
Région parisienne	24%	16%	8%
Autres régions	13%	10%	3%
France	59%	48%	11%
Etranger	41%	52%	-11%

Source : ASPIM/ IEIF

Bien que le patrimoine des OPCI demeure majoritairement investi dans des immeubles de bureaux, une diversification des classes d'actifs est observable depuis 2015. La part des bureaux, de l'habitation et des commerces est en diminution depuis 2015 avec respectivement - 18%, -2% et -1% au profit des secteurs de la santé, de l'hôtellerie et des résidences de services qui représentent ensemble 18% de la valeur vénale des immeubles à fin 2018.

1. Communiqué ASPIM du 03/09/2019 – « les SCPI et OPCI au premier semestre 2019 : l'intérêt des épargnants toujours au plus haut »

2. Communiqué ASPIM du 19/11/2019 – « Les SCPI et OPCI au troisième trimestre 2019 : vers des records de collecte et d'investissement ».



Le patrimoine immobilier des OPCI reste largement investi en France à hauteur de 59%, contre 55% de valeur vénale du patrimoine en 2017.

À l'étranger, le 1er pays concentrant les investissements des OPCI est l'Allemagne (14% du patrimoine en 2018, contre 25% en 2015), devant le Royaume-Uni (4% en 2018, contre 19% en 2015). Les nouveaux pays destinataires des investissements sont l'Europe du Sud (dont Portugal, Espagne, Italie), l'Europe de l'Est (dont Autriche, République Tchèque) et l'Europe du Nord (dont Finlande, Irlande). Hormis le Royaume-Uni, l'investissement en dehors de la zone euro est rare.

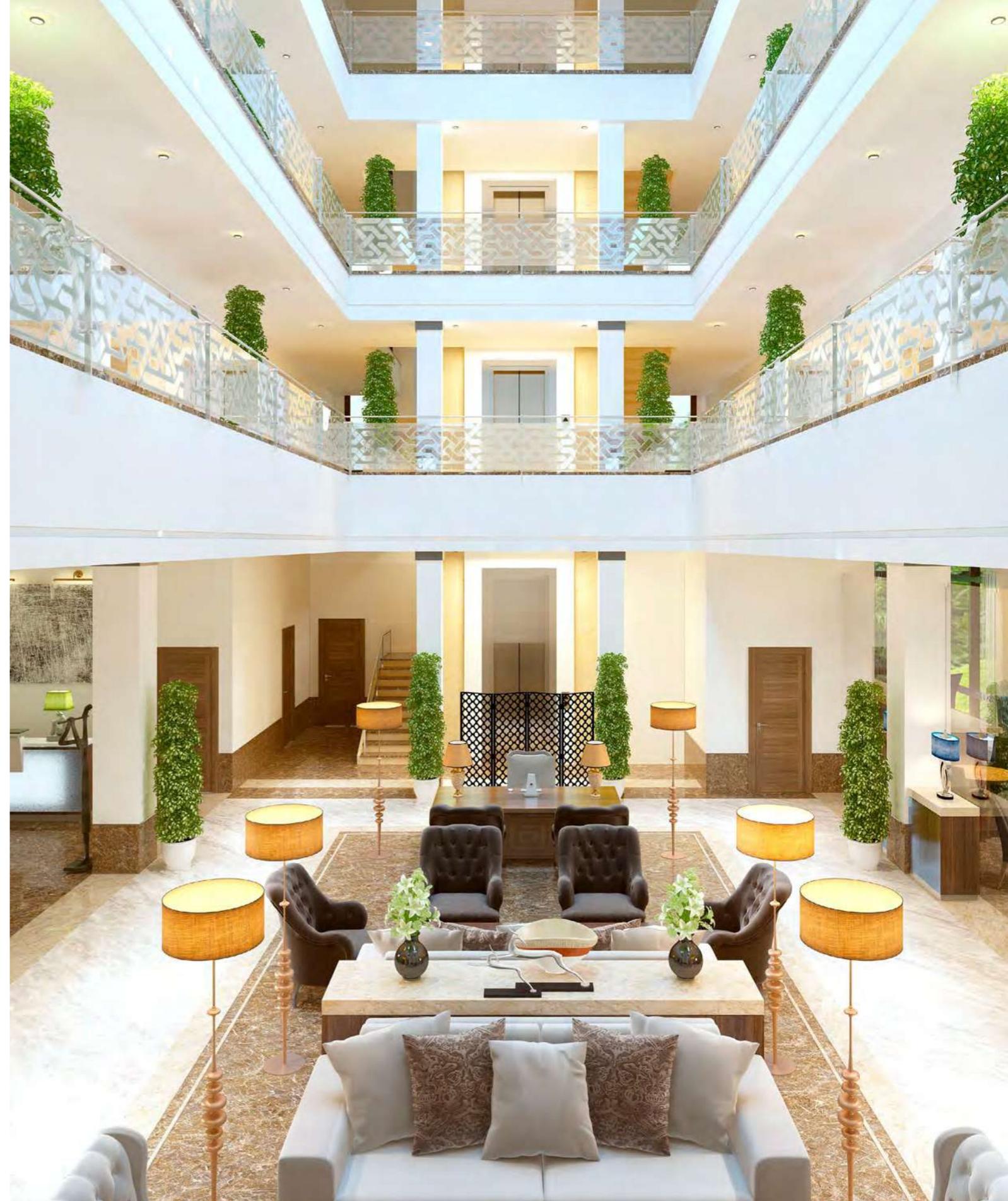
OPCI & SCPI : L'ATTRACTIVITÉ DES SECTEURS DE LA SANTÉ ET DE L'HÔTELLERIE

SANTÉ :

- en 2018, 4 SCPI sont investies à plus de 10% dans la santé (contre 3 SCPI en 2015). Ces dernières détiennent essentiellement des EHPAD en France ou en Espagne ;
- au 31 décembre 2018, l'actif immobilier des OPCI est investi à hauteur de 12% en santé, contre 10% en 2017. Ces immeubles concernent des résidences Seniors, des centres médicaux, des EHPAD. Les actifs de santé sont principalement situés en France, Angleterre, Italie et Allemagne, régions dans lesquelles les tendances démographiques sont favorables (ie vieillissement de la population).

HÔTELLERIE :

- en 2018, 15% des SCPI d'immobilier d'entreprise détiennent des actifs hôteliers, contre 9% en 2015. 2 SCPI sont par ailleurs spécialisées sur ce sous-jacent ;
- en 2018, 28% des OPCI du marché détiennent des actifs hôteliers, contre 18% en 2015.



INTERVIEW



William BOTTARO
Associé
Département Santé
Mazars

La silver economy, un secteur en plein essor poussé par la dynamique démographique

En 2017, on dénombrait 16,9 millions de personnes de plus de 60 ans en France, soit 1 personne sur 4, en 2050, ils seront 22,3 millions, soit une personne sur trois¹. On estime qu'en 2050, 3 millions de personnes de plus de 85 ans sur les 5 millions annoncés seront parfaitement autonomes.

Cette structure démographique et la part grandissante de seniors autonomes induisent une forte hausse de la demande en hébergement pour les personnes âgées valides, semi-valides ou dépendantes.

Le boom des résidences services pour seniors

Dans les années 1990, est apparu un concept nouveau pour les personnes âgées, formule intermédiaire entre le maintien à domicile et l'hébergement en EHPAD, les résidences services seniors. Ces résidences services seniors sont non médicalisées. Elles se composent de logements individuels allant du studio au T4, regroupés au sein d'un même immeuble, voire de villas ou pavillons.

Depuis 2012, le nombre d'immeubles de ce type a presque doublé en France passant de 380 à plus de 700 résidences d'ici à la fin de cette année et plus de 1 000 d'ici à fin 2020.

Le coût d'un studio en résidence senior se situe entre 500 et 900 euros, auquel il faut rajouter les services souscrits. Les tarifs varient selon le type de résidence, l'emplacement et les services proposés.

Plusieurs raisons expliquent la dynamique de la demande :

- une solution intermédiaire entre le domicile et l'EHPAD et adaptée aux problématiques des personnes. Aujourd'hui ¼ des plus de 75 ans disposent d'un logement souvent peu ou pas adapté à leur degré d'autonomie, les résidences services seniors leur assurent un logement équipé et plus de sécurité ;

- un lieu plébiscité par les personnes car offrant indépendance, sécurité et vie sociale :

- les personnes vivent dans un environnement sécurisé équipé pour la prévention des risques de chutes et disposent le plus souvent d'un service d'accueil, d'un dispositif d'appel d'urgence ;
- la possibilité de retrouver une vie sociale, parfois perdue à domicile, à travers des activités culturelles, sportives, etc. L'isolement est un des premiers facteurs de glissement vers la Dépendance ;
- les seniors bénéficient de services à portée de main qui leur facilitent leur quotidien (réception du courrier, petit bricolage, ménage, cuisine, etc.) ;
- un investissement locatif rentable et avantageux.

Les EHPAD, un marché en stabilisation, un modèle en pleine transformation

Depuis 10 ans, le nombre d'Ehpad a fortement augmenté : en 2017, la France compte près de 590 000 lits contre 500 000 en 2009. La dynamique récente change, malgré la forte pression démographique, les autorisations d'ouvertures d'EHPAD sortent au compte-goutte. Les opportunités sont majoritairement présentes sur le marché secondaire et de reconstruction.

Cette hausse quantitative incontestable ne semble pas suffisante pour répondre aux enjeux :

- des résidents plus âgés ;
 - des résidents de moins en moins autonomes ;
 - un besoin de médicalisation plus fort et la nécessité de penser une prise en charge globale.
- Des résidents se sont aussi transformés en consommateurs aguerris : ils ont accès à l'information et aux nouvelles technologies qu'ils utilisent pour comparer les offres comme pour n'importe quel produit ; leurs exigences en termes d'habitat, de service et de bien-être augmentent et il faut les anticiper.

Depuis 2010, un mouvement de concentration et de restructuration intense est observé dans le contexte de ralentissement des créations nouvelles de places médicalisées à travers des regroupements ou fusions à 3 niveaux, notamment :

- des regroupements de mono-établissements et petites entités pour former des groupes de taille moyenne ou grande à l'échelle régionale ou nationale pour le secteur non lucratif et le secteur commercial,
- des fusions d'établissements pour atteindre un seuil de rentabilité autour de 80-90 places avec la question cruciale du maintien de structures d'accueil de proximité, notamment dans les territoires ruraux ou périurbain,
- des fusions de grands groupes nationaux pour former des entreprises internationales.

À la recherche d'avantages concurrentiels, les acteurs enrichissent leur offre en revoyant les standards de prestation (services personnalisés pour renforcer l'expérience client) et investissent dans la rénovation et la reconfiguration du parc immobilier, souvent vétuste et inadapté à l'évolution des publics (augmentation de l'âge, de la dépendance et de la charge en soin) et de l'exigence d'offrir des offres plus diversifiées et modulaires.

CHIFFRES CLÉS

86 ans

L'âge moyen
d'entrée en EHPAD
(83 ans en moyenne
pour les résidences
Seniors)

97,5%

Le taux
d'occupation moyen
des EHPAD

1 950 €

Pour un résident,
le tarif mensuel
médian d'un EHPAD

1. INSEE

INTERVIEW



Anton LISSORGUES

Responsable de la filière Hôtellerie
Secteur Immobilier & BTP
Mazars

L'hôtellerie, le nouvel eldorado des investisseurs ?

Jamais les investissements hôteliers n'auront connu un tel attrait. L'actif hôtelier, actif de diversification par excellence il y a quelques années, est en train de se faire une place dans de nombreux portefeuilles d'investissement. Certains acteurs se spécialisent même dans cette classe d'actifs alternative aux rendements locatifs très attractifs (autour de 5% en Europe) comparativement à d'autres typologies d'investissement plus core. L'indexation des baux hôteliers sur des périodes longues (9 ans – 12 ans principalement) contribue également au succès de ces actifs, grâce à la stabilité du rendement qu'elle offre. La résilience du placement est également vantée par les investisseurs. Les SCPI – OPCI, sensibles à ces arguments, suivent cette tendance avec une croissance de l'ordre de 80% entre 2015 et 2018 du nombre de fonds détenant un sous-jacent hôtelier. Néanmoins, même dans le cas d'un investissement « murs », l'activité opérationnelle ne peut être mise sur la touche. En effet, la performance opérationnelle est un levier de croissance de la valeur du fonds et donc de la valeur de l'actif immobilier : en augmentant son chiffre d'affaires et sa marge, l'hôtel améliore ainsi sa capacité à supporter un loyer élevé, tirant ainsi à la hausse la valorisation de ses murs.

Les attentes des consommateurs ont évolué, de nouveaux modèles économiques ont émergé et de nouveaux acteurs sont venus capter une partie de la création de valeur générée. Avant toute décision d'investissement, certains enjeux doivent être analysés, que l'on soit dans une optique de rendement ou dans une stratégie de revalorisation :

L'OFFRE ET LE CONCEPT

Le positionnement en matière de prix et d'offres, la localisation de l'actif, l'accessibilité, la concurrence, les notations sur les sites internet sont autant d'éléments qui permettront de se forger un premier avis. L'analyse d'indicateurs clés, tels que les TO, RMC et REVPAR permettront ensuite d'approfondir l'analyse de la performance hôtelière, notamment par rapport à ses concurrents directs (CompSet).

LA PERFORMANCE OPÉRATIONNELLE

L'analyse de l'origine du chiffre d'affaires (hébergement, restauration, spa, autres) permettra d'affiner la définition d'un potentiel taux d'effort (loyer / chiffre d'affaires). L'étude des charges d'exploitation relativement à des comparables de marché, mais également la compréhension de la segmentation de la clientèle (individuelle / groupes, loisirs/ affaires), de son mode de distribution (directe, internet, OTAs, etc.), des coûts associés ainsi que de la politique de « Revenu management », seront indispensables pour identifier les leviers dont dispose l'hôtel pour surperformer son CompSet.

MODES D'EXPLOITATION

Ceux-ci font partie intégrante de l'analyse qui doit être menée par l'investisseur. Le choix du mode d'exploitation dépendra des capacités, de l'implication et du risque que souhaite prendre le futur propriétaire hôtelier. Le contrat de bail, par exemple, offrira au propriétaire une rentabilité locative. Le contrat de location-gérance, quant à lui, assurera le transfert des risques d'exploitation à un « gérant » moyennant le versement d'un loyer au profit du propriétaire. Enfin, le contrat de management hôtelier, plus complexe, permettra au propriétaire de capter de la valeur sur l'exploitation du fonds et sur l'actif immobilier, tout en conservant les risques liés aux investissements destinés à maintenir l'hôtel en état (FF&E : Furnitures, Fixtures and Equipments) et les risques liés à la gestion du personnel. A noter que le contrat de management inversé permet de céder les risques sociaux à l'opérateur qui prend, dans ce cas en charge la gestion du personnel.

FF&E (FURNITURES, FIXTURES AND EQUIPMENTS)

Ce terme désigne l'ensemble de l'équipement hôtelier à savoir les éléments mobiles, qui pourraient être détachés sans détérioration. Il est d'usage qu'un hôtel renouvelle ses équipements tous les 7 ans. Une attention particulière est donc à porter sur la réalité de ces investissements et sur leurs cohérences au regard de la mise en place potentielle d'un contrat de management.

RH

Le portage salarial, la pyramide des âges, les compétences existantes en interne, la part des collaborateurs intérimaires ou « extra » permettra de comprendre la politique sociale de l'hôtel et ainsi d'anticiper les coûts à venir. Les risques de requalification des contrats de travail devront faire l'objet d'une analyse approfondie, tout comme la conformité des pratiques RH au regard de la convention collective CHR.

Rendement, revalorisation, résilience... Le secteur hôtelier reste une catégorie de placement de premier choix. Cependant, et comme pour toute décision d'investissement, la vigilance reste de mise : devant tant de spécificités opérationnelles et de modèles économiques, les questions à se poser restent nombreuses afin de minimiser les risques. Face à l'ensemble des risques opérationnels auxquels fait face un investisseur hôtelier, la notion de prime de risque du fonds prend tout son sens. Il conviendra de veiller à son évaluation...

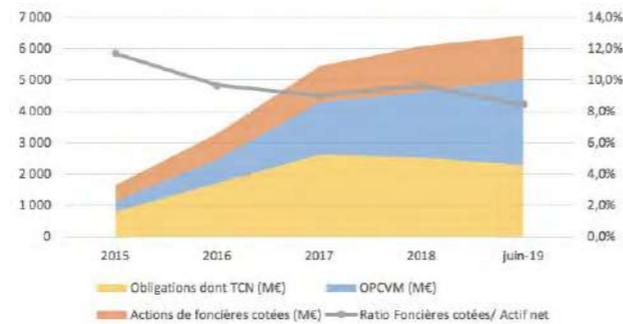


FOCUS OPCl : POCHÉ FINANCIÈRE ET ALLOCATIONS SUR LES FONCIÈRES COTÉES



Les OPCl bénéficient de la possibilité d'investir dans des actions négociées sur un marché réglementé dont le sous-jacent est principalement constitué d'immeubles acquis ou construit en vue de la location (art. L 214-36 4e alinéa), dans la limite du respect des ratios de composition de l'actif.

Évolution des poches financières OPCl



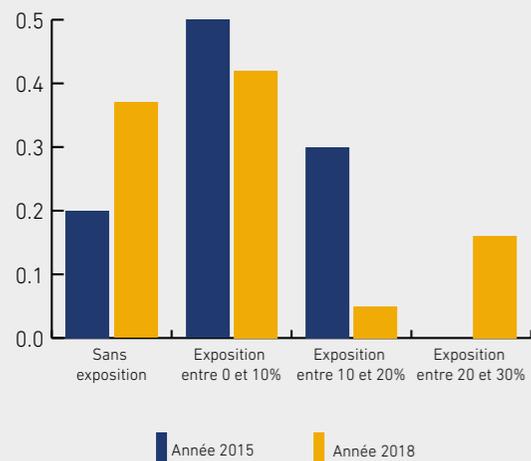
Source : Calcul Mazars sur les 18 OPCl grand public existants au 31/12/18

Rapporté à l'actif net, le poids relatif des actions de foncières cotées fluctue depuis 2015 est passé de 12% à 8%. L'allocation « foncière cotée » des OPCl qui s'élève à 1,5 milliards d'euros au 30 juin 2019 représente environ 22% de la poche financière au 30 juin 2019 vs 32% à fin 2015.

Depuis 2015, le nombre d'OPCl avec une exposition sur les foncières cotées inférieure à 10% de leur actif net est en hausse (15 véhicules sur 18 au 31 décembre 2018).

La plupart des stratégies sont orientées sur des foncières françaises ou européennes. Certains OPCl peuvent investir sur des REIT ou équivalent dans des pays avec d'autres devises ou hors Europe (Royaume-Uni, Suède, Suisse, États-Unis, Japon, Australie).

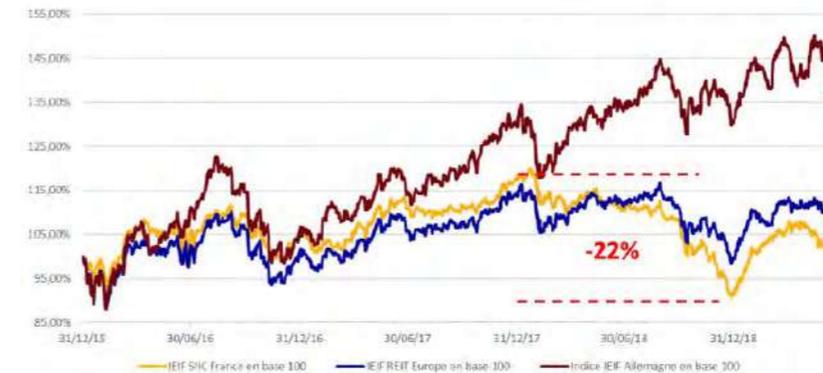
Poids des foncières cotées sur l'actif net 2015/2018



Source : Calcul Mazars sur les 18 OPCl grand public existants au 31/12/18



Évolution des indices IEIF des foncières cotées en France et Allemagne depuis 2015



Ce sous-jacent a l'avantage d'être plus liquide mais l'inconvénient d'avoir une plus forte volatilité sur sa valorisation que l'immobilier non coté. Sur l'année 2018, l'indice Euronext IEIF SIIC France a perdu environ 22% de sa valeur.



IMMOBILIER COTÉ POUR LES OPC I GRAND PUBLIC



VICTOR KITTAYASO

Responsable de l'immobilier coté, Allianz Global Investors Europe GmbH



THIERRY CHEREL

Co-gérant Immobilier coté, Allianz Global Investors Europe GmbH

AVIS D'ALLIANZGI POUR MAZARS

Rétrospectivement sur l'année 2018 et sur les premiers mois de 2019, l'allocation sur l'immobilier coté a pu être douloureuse pour les valorisations des OPC I. Pouvez-vous nous éclairer sur les raisons de cette performance et sur l'intérêt de cette exposition dont la volatilité est supérieure à celle de l'immobilier physique ?

Ces éléments conjoncturels sont à relativiser et à remettre dans leur contexte. Il est également essentiel de tenir compte des éléments structurels ; l'investissement en immobilier coté présuppose une recherche de performance immobilière sur le long terme, de diversification de l'immobilier sous-jacent, d'une meilleure liquidité et disponibilité des investissements. Pour être cohérente, l'approche doit être complète.

Il faut savoir que les fondamentaux immobilier se reflètent après au moins 2 ans de détention : corrélation de 88% entre la performance glissante sur 2 ans entre l'immobilier coté et celles de l'immobilier physique. Sur une détention plus courte et surtout à l'horizon d'une seule année d'investissement, la corrélation des performances est plus forte avec le marché actions. Ainsi, notre approche se base de facto sur une approche d'investissement long terme pour profiter des dynamiques immobilières en profitant de l'avantage d'accessibilité des marchés financiers.

Un des avantages de l'immobilier coté est sa capacité de diversification par rapport à un portefeuille immobilier physique, plus lourd à développer et gérer, pour aller vers d'autres pays via des foncières cotées disposant de patrimoines de qualité mais surtout de diver-

sification en termes de secteurs immobiliers tels que les hôtels, l'immobilier de santé ou encore les garde-meubles.

En ce qui concerne la volatilité d'un investissement en immobilier coté, il est important de noter que c'est la conséquence naturelle de la liquidité quotidienne des actions des foncières cotées ; un des atouts majeurs de l'immobilier coté qui offre une grande souplesse aux investisseurs qui souhaitent s'exposer à l'immobilier sous-jacent. La volatilité dépend d'une multitude d'éléments pouvant être d'ordre immobilier, organisationnel ou même actionnarial quand il ne s'agit pas de facteurs externes, politiques ou macro-économiques. En Europe, la volatilité en immobilier coté est de l'ordre de 11% sur un an alors que celle du marché actions avoisine les 13%, une moindre volatilité qui s'explique par la meilleure visibilité des revenus et qui est en ligne avec l'écart de 2% de volatilité sur les dix dernières années. De plus, cette volatilité est à apprécier en fonction de la performance boursière. Sur les dix dernières années, l'immobilier coté en Europe affiche 10,6% de performance annuelle contre 8,6% pour le marché action en Europe.

Pour rappel, en 2018, l'immobilier coté en Europe a affiché une performance en baisse de 7,8% (indice EPRA Europe, dividendes nets réinvestis) notamment en raison de la chute des cours de bourse des foncières spécialisée dans les centres commerciaux. Ces dernières ont corrigé de 30,4% en moyenne.

Ce secteur souffre des difficultés rencontrées par les commerçants traditionnels qui ne parviennent pas

1. Les sources que nous avons utilisées sont les indices de l'EPRA et de MSCI accessible sur Bloomberg ainsi que les ressources internes d'Allianz Global Investors au 31 octobre 2019.

à adapter leur modèles économiques aux nouveaux modes de consommation et de parcours digitaux des consommateurs. Les multiples faillites, les plans de fermetures des points de vente mais également les renégociations de loyers au Royaume-Uni tirent les loyers des commerces dont les centres commerciaux souffrent. Un climat qui alimente les doutes chez les investisseurs immobiliers mais également les investisseurs en actions. A notre sens, la baisse des cours de bourse est en partie la traduction de la baisse de la liquidité sur le marché de l'investissement en centres commerciaux. Il faut bien sûr être très sélectif.

En revanche, certains secteurs se sont bien mieux tenus à l'image de la logistique et du logement avec 4,2% et 3,8% respectivement. De même, les foncières suédoises, avec 12,4% sur 2018, ont profité du dynamisme des marchés immobiliers nordiques, notamment logistiques, résidentiels et tertiaires.

Avec une performance de 22,5% à fin octobre, les dix premiers mois de 2019 ont largement effacé la piètre performance de 2018. Et ce en raison du dynamisme continu des foncières de logistique mais également à la bonne performance des foncières de bureaux, bénéficiant de la rareté de l'offre, d'immobilier de santé, qui profite de leur stratégie d'expansion pertinente, et au rebond plus récent des foncières de centres commerciaux, qui profiteraient d'un retour encore timide des investisseurs institutionnels à l'image des deux acquisitions parisiennes d'AXA. En revanche, les foncières de logements exposées au marché de Berlin ont lourdement souffert en raison du mécontentement des habitants vis-à-vis de la hausse des loyers. Ceci a conduit à la mise en place d'une loi stoppant l'envolée des loyers et ne s'appliquant qu'à Berlin. Elle prévoit de geler les loyers des logements Berlinoïses jusqu'en 2022 et à les encadrer plus strictement jusqu'en 2025, avec une indexation ne pouvant pas dépasser 1,3%. A noter que cette loi est considérée comme anticonstitutionnelle par la plupart des avocats spécialistes de la question car la ville n'a pas la prérogative sur la réglementation des loyers. Il est donc possible que dans les mois ou années à venir, celle-ci soit abrogée.

En comparant la performance ces dernières années des indices cotés français ou européens par rapport à l'indice allemand on peut relever une surperformance très substantielle outre Rhin, quels enseignements pouvons-nous tirer de ce constat ? Les foncières allemandes adoptent-elles de meilleures stratégies ou n'est-ce qu'une question de marchés plus dynamiques en Allemagne ?

Il est vrai que sur les 5 dernières années, à fin octobre 2019, les foncières allemandes ont progressé de plus de 120% lorsque les foncières françaises peinent à atteindre les 50%.

Il convient de noter que les deux principaux pays d'Europe continentale ne présentent pas la même répartition sectorielle avec une large composante bureaux et centres commerciaux pour la France alors que l'Allemagne est largement composée de foncières de logements même si les foncières de bureaux font également parler d'elles.

Nous analysons cette performance relative selon les trois piliers que sont l'immobilier, la stratégie et la valorisation boursière.

Sur le plan immobilier, les marchés résidentiels allemands ont connu une forte hausse des loyers pour deux raisons principales : 1. Le marché est en sous offre de plus en plus marquée avec des taux de vacance inférieurs à 3% dans la plupart des grandes villes du pays et un coût de remplacement toujours supérieur au prix du logement intermédiaire, ce qui limite la construction de nouveaux logements. 2. L'effet de base qui a joué à plein, avec des loyers inférieurs à 10 euros par m² par mois il y a encore 5 ans, dans la plupart des villes allemandes.

A cela s'ajoute le fait que les patrimoines des foncières cotées de logements en Allemagne sont sous-loués par rapport aux valeurs locatives de marché et valorisés à des prix très conservateurs, avoisinant les 1 500 à 2 000 euros par m², ce qui peut laisser présager une croissance potentielle significative des valeurs d'expertise.

Sur le plan de la stratégie, les foncières françaises n'ont rien à envier à leur voisines d'outre Rhin en termes de stratégie immobilière. En effet, elles intègrent parfaitement les fonctions de (re)développement de leur pa-

trimoine et privilégient la construction de projets aux acquisitions simples depuis plusieurs années. A noter toutefois, même si au cours des dernières années nous avons constaté une baisse continue du niveau de levier financier, celui des foncières allemandes a été et reste supérieur à celui des foncières françaises, expliquant une partie de la surperformance.

Enfin, sur le plan de la valorisation des actions des foncières cotées, il faut retenir que les foncières françaises faisaient partie des plus richement valorisées en bourse au premier trimestre 2015. A titre d'illustration, les actions des foncières de centres commerciaux se traitaient à des niveaux relativement élevés, avec une prime sur ANR de près de 30%, en raison de la qualité de leur patrimoine, de la crédibilité de leur dirigeants et de leur capacité de développer de nouveaux projets. Lorsque le marché a commencé à douter sur les perspectives de ce segment de marché immobilier, en raison des difficultés rencontrées par certaines foncières cotées de centres commerciaux aux Etats-Unis, nous avons constaté une décrue lente et continue des multiples de valorisation boursière, affectant ainsi leur performance. De plus, il faut rappeler qu'au cours des dernières années, la toile de fond macro-économique était plus favorable à l'Allemagne qu'à la France.

En observant la composition des allocations des principaux OPCI du marché nous remarquons que la stratégie d'investissement en immobilier coté peut être très différente d'un acteur à l'autre. Certains OPCI ont plusieurs dizaines de lignes avec de nombreuses et petites positions, d'autres au contraire choisissent une exposition plus forte sur une REIT en particulier ou encore certains n'investissent que sur des SIIC françaises de premier plan tandis que d'autres s'appuient sur leur plateforme interne et diversifient hors d'Europe. Quels conseils donneriez-vous aux gestionnaires d'OPCI pour optimiser la gestion de leur allocation à l'immobilier coté ?

L'allocation en immobilier coté dépend des ressources disponibles, qui sont variables d'une société de gestion à une autre et qui sont souvent davantage concentrées sur l'activité immobilière que financière. Il semble alors efficient de s'appuyer sur les équipes internes en charge des OPCVM, lorsque c'est possible. Cependant, cela ne dispense pas les gérants d'OPCI de mesurer la pertinence des choix d'investissement en immobilier coté.

De notre point de vue, pour avoir une vision claire d'une foncière cotée, il convient de considérer l'ensemble des facteurs de création de valeur. Nous identifions trois principaux piliers. Sa composante immobilière d'abord, c'est-à-dire le positionnement de son patrimoine dans ses marchés immobiliers. Sa stratégie ensuite, tel que l'orientation de ses investissements, son capital humain et son niveau de levier financier. Le troisième levier regroupe les éléments propres aux marchés financiers, tels que la valorisation des actions ou encore le sentiment des investisseurs sur les marchés de capitaux.

La complexité ne réside pas tant dans l'analyse des trois piliers que dans la capacité de sélection et de réallocation régulière dans un univers d'investissement qui compte près de 200 foncières cotées en Europe. Il est donc raisonnable, même s'il y a une équipe en interne, de s'appuyer sur un spécialiste dont le cœur de métier est l'investissement en immobilier coté et dont la valeur ajoutée est sa capacité de sélection.

Nous conseillons de diversifier ses positions pour limiter la volatilité de l'ensemble de la poche investie en immobilier coté : en fonction des stratégies initiales retenues, 20 positions nous semble être un minimum. Nous recommandons également de diversifier sa poche sur différents secteurs et pays pour ne pas être trop sensible à une ou deux tendances.

Nous insistons enfin sur la complémentarité de la poche immobilier coté par rapport à la stratégie immobilière de l'OPCI, de sorte à rester cohérent vis-à-vis des porteurs de parts. Un gérant d'OPCI qui investirait dans l'immobilier de santé pourrait alors très bien choisir de compléter son exposition avec des foncières cotées spécialistes de ce segment de marché, comme il pourrait privilégier la complémentarité d'autres secteurs, difficile d'accès via l'immobilier physique. L'analogie est également valable en termes d'exposition par pays, ce qui permettrait au gérant de l'OPCI d'investir indirectement dans des pays où il ne dispose pas d'équipe sur le terrain. En gardant à l'esprit l'avantage que procure la liquidité de l'immobilier coté pour sortir d'un marché ou d'un secteur qui n'intéresse plus le gérant.



FOCUS SCPI : FILIALISATION DES INVESTISSEMENTS



Source : Calcul réalisé sur les 60 premières SCPI en capitalisation au 31/12/18

La valeur et le poids relatif des investissements réalisés de manière indirecte, c'est-à-dire à travers la détention d'une société, est en hausse significative sur les dernières années. Sur la base d'une analyse des 60 premières SCPI en capitalisation au 31 décembre 2018 :

- en 2014, les investissements immobiliers portés de manière indirecte s'élevaient à environ 500 m€ et représentaient 2% de la valeur estimée du patrimoine des 60 premières SCPI du marché ;
- en 2018, l'indirect s'élève à 7,7 milliards d'euros et représente plus de 17% de la valeur estimée du patrimoine, soit une hausse de +15% sur 4 ans.

Par ailleurs, la part relative aux investissements « non contrôlés » demeure marginale : 0,5% en 2014 et 1,2% en 2018 de la valeur estimée du patrimoine.



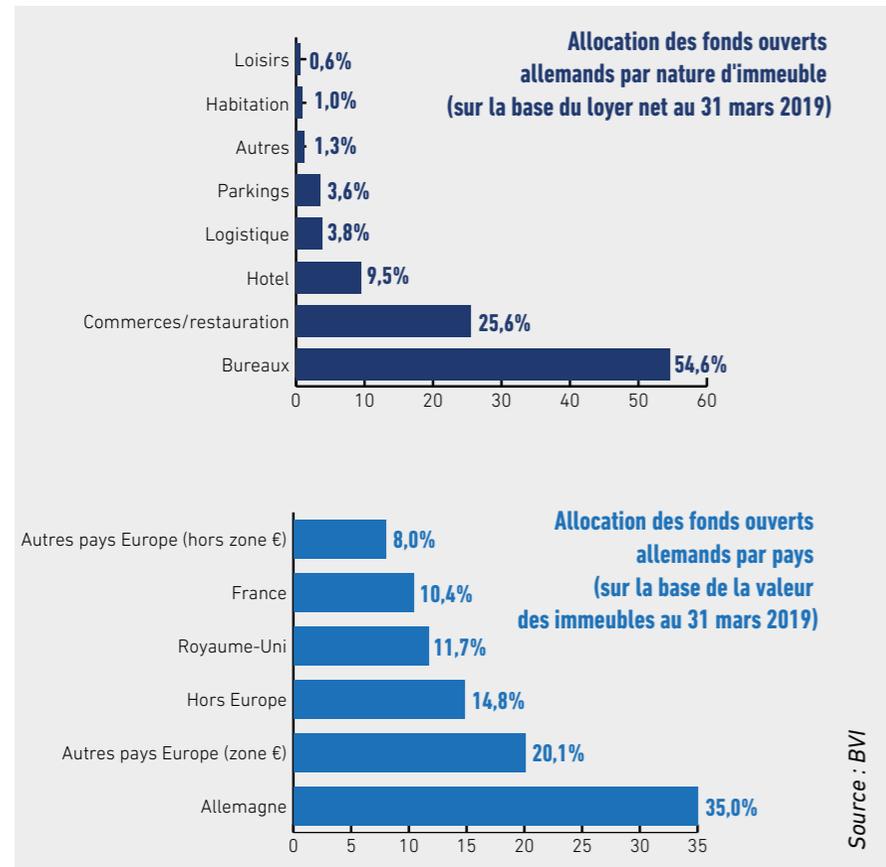
The image shows a spacious, modern office lobby. In the foreground, there is a seating area with a light-colored sofa, several dark tufted armchairs, and a low coffee table. The room is decorated with tall, cylindrical floor lamps and potted plants. In the background, there is a reception desk on the left and a staircase in the center. The upper levels of the building are visible, featuring balconies with glass railings and decorative metalwork. The overall atmosphere is bright and professional.

**4. COMPARAISON AVEC
LES PRATIQUES SUR
LES FONDS OUVERTS
ALLEMANDS, QUELS CONSTATS ?**



COMPARAISON AVEC LES PRATIQUES SUR LES FONDS OUVERTS ALLEMANDS, QUELS CONSTATS ?

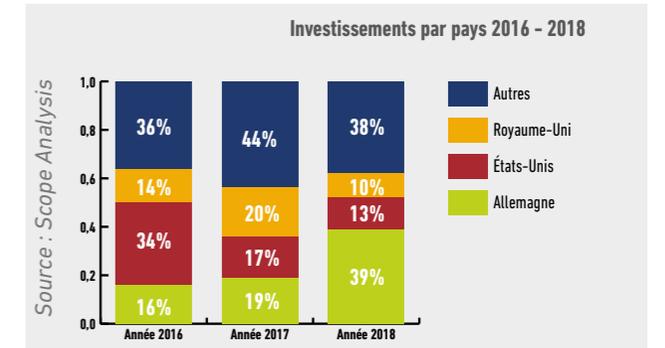
STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT DES FONDS OUVERTS ALLEMANDS



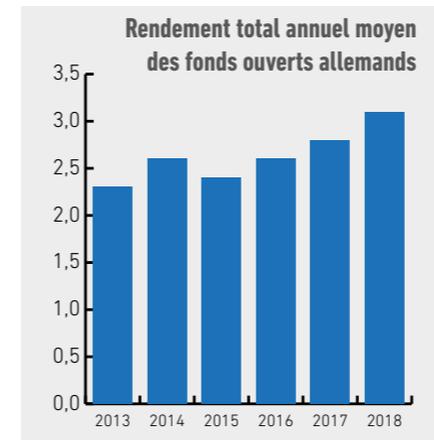
En comparaison avec les SCPI et les OPCI, la stratégie d'investissement des fonds allemands appelle aux principaux commentaires suivants :

- une allocation nettement plus substantielle sur des pays étrangers (65%) dont plus de la moitié en dehors de la zone euros (Royaume-Uni, États-Unis, Pologne, Asie, etc.)
- une relative convergence sur le fait qu'ils ont une allocation principale sur le bureau et une diversification plutôt orientée sur des actifs tertiaires.

D'après le cabinet d'étude Scope Analysis, depuis 2016, dans un contexte où le coût des couvertures de change est élevé, les fonds immobiliers ouverts allemands ont plutôt investi sur leur propre marché que sur le marché du Royaume-Uni et des États-Unis.



RENDEMENT TOTAL (%)



Ces dernières années, en comparaison avec les FIA immobiliers grand public français, les fonds ouverts allemands présentent un taux de rendement total plus bas sans doute en partie à cause de leur poche de liquidité qui représente environ 20% de la valeur de leur actif qui ne génère pas de rendement (0,01% en 2018). A titre de comparaison, en 2018 le TRI 10 ans OPCI s'élève à 4,9% et celui des SCPI à 6,6%.

Source : Scope Analysis - Renditen offener Immobilienfonds Aufwertungen treiben Rendite - 11. September 2019



STRATÉGIE D'ENDETTEMENT

Le niveau d'endettement des fonds ouverts allemands a été estimé à environ 7% sur le dernier exercice (moyenne pondérée des principaux véhicules) et est donc inférieur à celui des SCPI et OPCl.

STRATÉGIE DE GESTION DE LA LIQUIDITE

La stratégie de gestion de la liquidité est assez proche de celle des OPCl (gérée de manière intrinsèque), le niveau de liquidité observé s'établit à environ 20%¹ de la valeur de l'actif.

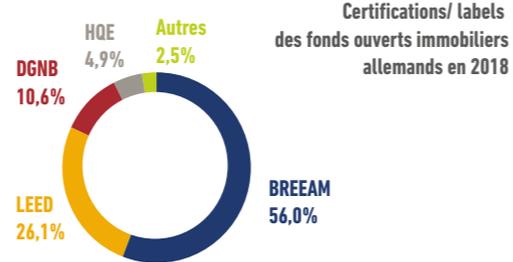
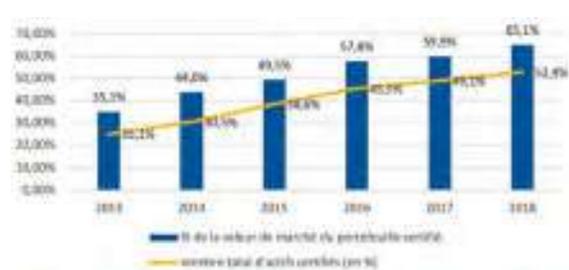
TAUX D'OCCUPATION

Le taux d'occupation moyen des fonds ouverts allemands s'établit à environ 95,8%² à fin 2018 vs 95,6% à fin 2017.

PERFORMANCE RSE

Sur la base d'une étude réalisée en septembre 2019 sur les 14 plus importants fonds ouverts allemands³ il ressort que 65% de leur portefeuille d'investissement fait l'objet d'une certification environnementale, cf. ci-après. Le niveau de certification environnementale est en hausse significative depuis 2013.

Evolution des certifications par rapport aux valeurs de marché



Source : Scope Analysis, exercice 2018

RATING

La plupart des fonds ouverts allemands font l'objet d'une notation par une agence externe (Scope Analysis) dont la méthodologie est publique et décrite ci-après.

1. Open-ended real estate funds Market studies 2018 - Market studies and Ratings 2018, analyse réalisée sur un échantillon de 13 fonds ouverts, juillet 2018

2. Open-ended real estate funds survey: issuers bullish on inflows; risk profiles rising 18 June 2019 Scope Analysis

3. Les 14 fonds détiennent un actif de 82 milliards d'euros à fin 2018



Processus de notation¹

La notation qui est basée sur une analyse du portefeuille et du gestionnaire fournit une opinion sur le profil « risk-return » basé sur la stratégie d'investissement.

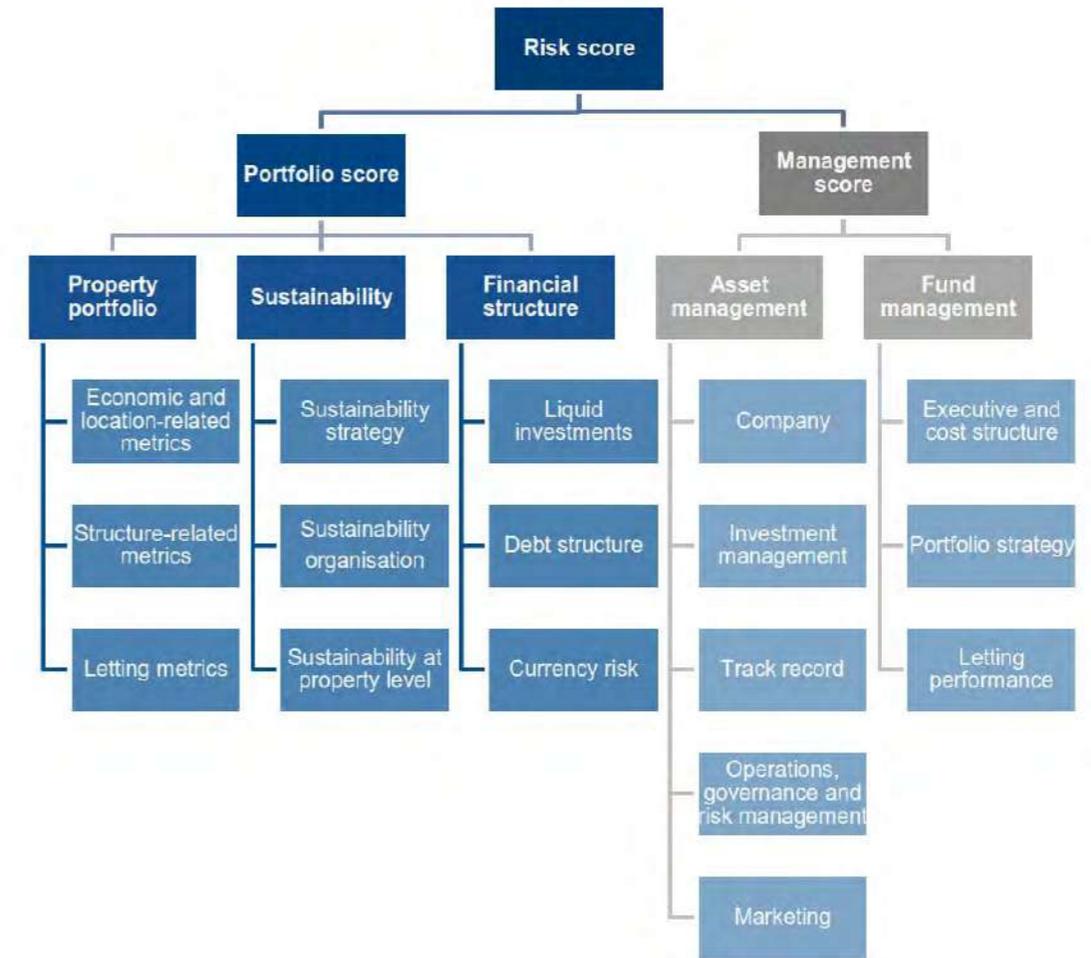


Figure 1: Diagram of the rating methodology for open-ended real estate funds – Source: Scope Analysis

1. Scope Analysis : Rating Methodology Alternative Investments Open-Ended Real Estate Funds – June 2017

La notation du FIA est orientée sur 3 axes : le portefeuille, le thème du développement durable et la structure financière.

L'analyse du portefeuille est orientée principalement sur 3 thèmes :

- zone d'investissement, risque souverain, diversification ;
- âge et taille de l'immeuble en lien avec le risque du caractère potentiellement peu liquide des immeubles avec une valeur unitaire trop importante ;
- vacance : taux d'occupation, échéance des baux, concentration et évaluation (effet de réversion négative).

Le thème du développement durable est analysé sous trois axes :

- examen de la stratégie de la SGP en matière de développement durable, existence et modalités de documentation (ex. mise en place d'un Rapport Annuel), caractère raisonnable, niveau de certification des immeubles du portefeuille ;
- analyse de la question du développement durable sur l'organisation notamment au regard

du processus et des critères d'acquisition et des procédures de contrôle ;

- durabilité du portefeuille : examen de 20 indicateurs dont 13 sur le processus d'entretien des immeubles et 7 sur la gestion durable des ressources (principalement sur la consommation d'énergie).

La structure financière du FIA est examinée sur les angles suivants :

- dispositifs pour garantir une bonne liquidité (niveau d'actifs liquides au bilan, risque de défaut des contreparties) ;
- endettement (échéances, niveau de levier, protection contre le risque de taux) ;
- exposition au risque de change.

La notation sur le gestionnaire est basée sur une approche multicritère avec notamment :

- organisation du management de la société ;
- track record et expérience ;
- compétence ;
- gouvernance.
- management des risques
- performances passées

Echelle de notation

Au niveau du FIA

aaaAIF	Funds rated in this category are expected to produce an excellent risk-adjusted return based on quantitative and qualitative factors.
aaAIF	Funds rated in this category are expected to produce a very good risk-adjusted return based on quantitative and qualitative factors.
aAIF	Funds rated in this category are expected to produce a good risk-adjusted return based on quantitative and qualitative factors.
bbbAIF	Funds rated in this category are expected to produce a balanced risk-adjusted return based on quantitative and qualitative factors.
bbAIF	Funds rated in this category are expected to produce a modest risk-adjusted return based on quantitative and qualitative factors.
bAIF	Funds rated in this category are expected to produce a very modest risk-adjusted return based on quantitative and qualitative factors.
cccAIF	Funds rated in this category are expected to produce a poor risk-adjusted return based on quantitative and qualitative factors.
ccAIF	Funds rated in this category are expected to produce a poor risk-adjusted return combined with a very likely risk of a capital loss based on quantitative and qualitative factors.
cAIF	Funds rated in this category are expected to produce a poor risk-adjusted return combined with a high risk of a substantial capital loss based on quantitative and qualitative factors.
dAIF	Funds rated in this category are expected to produce a negative return



AU NIVEAU DU GESTIONNAIRE

AAAAMR	Excellent quality and competence	4,00	meets institutional standards
		3,60	
AAAMR	Very good quality and competence	3,30	
		2,70	
AAMR	Good quality and competence	2,10	
		1,50	
		1,20	
BBBAMR	satisfactory quality and competence	0,90	
		0,30	
CAMR	Does not meet institution standards		

Sociétés de gestion	Rating Scope*
Deka Immobilien Investment GmbH	AA+AMR
Commerz Real Investmentgesellschaft mbh	AAAMR
Union Investment Real Estate GmbH	AAAAMR

* Source : Offene Immobilienfonds Marktstudie und Ratings 2019 - 05. Juni 2019





STRATÉGIE DE COMMUNICATION FINANCIÈRE DES FIA IMMOBILIERS GRAND PUBLIC ALLEMANDS

PANEL ÉTUDIÉ

Nous avons retenu un panel de 10 fonds ouverts¹ (Offener Immobilienfonds) gérés par 6 acteurs allemands, ces 10 véhicules représentent environ 70% de la capitalisation du marché des fonds ouverts.

Sociétés de gestion	Véhicule	Activité	Répartition géographique	Année de création	Actif net au 31/10/19* (M€)	Rating Scope**
RREEF Investment GmbH	Grundbesitz Europa	Diversifié	Europe	1970	8 747	a+ AIF
	Grundbesitz Fokus Deutschland	Diversifié	Allemagne	2014	428	aa-AIF
Deka Immobilien Investment GmbH	Deka Immobilien Europa	Bureaux et diverses	Europe	1997	16 771	aa-AIF
	Deka Immobilien Global	Bureaux et diverses	Europe et hors Europe (notamment USA et Asie)	2002	5 416	aAIF
IntReal International Real Estate	Fokus Wohnen Deutschland	Résidentiel et diverses	Allemagne	2015	350	aa-AIF
Commerz Real Investmentgesellschaft mbh	HausInvest	Bureaux et diverses	Europe et hors Europe (notamment USA)	1972	15 394	a+ AIF
Union Investment Real Estate GmbH	Unilmmo Deutschland	Bureaux et diverses	Europe	1966	13 225	aa-AIF
	Unilmmo Global	Bureaux et diverses	Europe et hors Europe (notamment USA et Asie)	2004	3 552	a+ AIF
WestInvest Gesellschaft für Investmentfonds mbh	WestInvest ImmoValue	Bureaux et diverses	Europe	2003	3 192	aaAIF
	WestInvest InterSelect	Bureaux et diverses	Europe	2000	7 716	a+AIF

Total : 74 791

*Source : <https://www.fondsweb.com/de/>

** Source : Scope Open-ended Real Estate Funds Market Survey and Ratings 2019 (18 June 2019)

Les véhicules du panel de gestionnaires allemands sont des FIA « ouverts » (öffnen Immobilien-Publikumsfonds), nous avons parfois retenu deux véhicules par SGP pour avoir aussi un véhicule avec une allocation hors Europe.

1. Rapports Annuels (Jahresbericht) au 31 mars 2019



Le tableau ci-dessous présente les principaux points notés de la communication financière annuelle des fonds ouverts allemands :

Thématiques	Principales spécificités de la communication financière des fonds immobiliers ouverts allemands (*)
PATRIMOINE IMMOBILIER	- Affichage de l'ancienneté des immeubles détenus (répartition du patrimoine en % par tranche d'âge) - Présentation synthétique et systématique de la répartition des immeubles par valeur vénale : Nombre d'immeubles avec une valeur unitaire > 200 m€, entre 150 et 200 m€, entre 100 et 150 m€, entre 75 et 100 M€, entre 50 et 60 m€, entre 25 et 50 m€, entre 10 et 25 M€ et < 10 m€.
AUTRES INFORMATIONS SUR LES IMMEUBLES	- La communication par immeuble inclut notamment les éléments suivants : * Le revenu locatif de l'immeuble * La valorisation de l'immeuble * L'équipement de l'immeuble (air conditionné, etc.)
RISQUE LOCATIF	- Présentation visuelle systématique de la projection des échéances des baux sur les immeubles du patrimoine - Affichage du taux de vacance par immeuble, permettant une lecture précise des zones vacances et de la durée résiduelle moyenne restante des baux.
PROFIL DES ASSOCIÉS	- La répartition du capital détenu par les associés est affichée par fourchette (exemple : % < 10 k€, < 20 k€, < 50 k€, < 100 k€, < 1 m€ et ≥ 1 m€) - Le poids relatif des investisseurs privés (grand public) vs. institutionnels est présenté. Certains fonds affichent également la part des réseaux de distribution.
INFORMATION SUR LA VL	- Affichage de l'ensemble des valeurs de rachat et de souscription de l'exercice (vue historique)
PERFORMANCE RSE/ ISR/ ESG	- Un niveau de certification des immeubles (BREEAM, LEED, DGNB, HQE) est souvent affiché en % de la valeur des immeubles. - 9 véhicules sur 10 soit 90% du panel des fonds ouverts allemands affichent un niveau de certification globale de leurs actifs, - Utilisation des labels HQE, Gold DGNB et BREEAM

(*) sur la base des Rapports Annuels 2018



**5. ACTUALITÉS
FISCALES - IMPACT
DE LA LOI DE FINANCE
2019 SUR LES OPCV**

INTERVIEW



Elena Aubrée
Avocate, Associée
Département Tax Immobilier
Mazars Société d'Avocats

Le recours à la pierre papier ne cesse de croître, comme l'attestent les chiffres impressionnants de collecte des FIA immobiliers ces dernières années.

Au-delà d'un régime fiscal incitatif, l'attractivité des régimes SIIC/OPCI nécessite une stabilité fiscale. Plus d'une décennie après la création du régime SIIC puis de celui de l'OPCI, ces dispositifs ont fait preuve d'une relative stabilité, bien que certains aspects fiscaux notamment liés à l'entrée et la sortie dans ce régime fassent aujourd'hui encore l'objet de précisions bienvenues par la jurisprudence¹.

En parallèle, les réformes légales portant sur le fonctionnement du régime SIIC montrent que l'objectif constant du législateur, en adéquation avec les nécessités budgétaires, est d'augmenter les prélèvements au niveau des actionnaires (sur les revenus qui leur sont distribués), sans toutefois remettre en question l'attractivité de ces régimes².

LES PRÉCISIONS JURISPRUDENTIELLES AUX BORNES DU RÉGIME SIIC

Les SIIC (qu'elles soient filiales d'OPCI ou cotées) sont des véhicules exonérés d'impôt sur les sociétés (IS) sur leurs résultats immobiliers (produits de location, plus-values de cession et dividendes) sous réserve de distribuer une quote-part de ces résultats pour assurer leur imposition entre les mains des porteurs de parts.

1. CE, 7 juin 2019, n° 411648, Sté Gecina : en effet, le Conseil d'État est venu préciser que ce changement de régime fiscal ne doit pas s'assimiler en une véritable cessation totale d'entreprise excluant, conformément au droit commun, le report en arrière des déficits constatés au titre de l'exercice de la cessation totale d'activité.

2. CAA Versailles, 12 février 2019, n° 16VE03715, SA Les docks Lyonnais

3. CE, 7 juin 2019, n° 411648, Sté Gecina : en effet, le Conseil d'État est venu préciser que ce changement de régime fiscal ne doit pas s'assimiler en une véritable cessation totale d'entreprise excluant, conformément au droit commun, le report en arrière des déficits constatés au titre de l'exercice de la cessation totale d'activité.



Denis Moati-Marcozzi
Avocat, Manager
Département Tax Immobilier
Mazars Société d'Avocats

Lors de l'option pour le régime SIIC, une société assujettie à l'IS en devient exonérée au titre de son activité immobilière soumise à obligation de distribution. Ce changement de régime fiscal entraîne les conséquences d'une cessation d'activité, et notamment l'imposition immédiate des bénéfices non encore imposés au taux de droit commun et des plus ou moins-values latentes sur les actifs immobiliers détenus à un taux de 19%. Cette imposition réduite sur le latent constitue l'«exit tax».

En sus de leur activité immobilière exonérée, les SIIC peuvent continuer de réaliser, de manière accessoire, une activité n'entrant pas dans le champ de l'exonération. Cette activité reste donc soumise à l'IS dans les conditions de droit commun et un résultat fiscal taxable doit être déterminé séparément. Le cas échéant, des déficits peuvent être générés par les activités immobilières ou accessoires. Dans ce cadre, les déficits propres à chaque activité doivent être suivis et imputés séparément pendant la vie de la SIIC.

Par une décision récente, le Conseil d'État est venu préciser les effets de l'option pour le régime SIIC sur le report en arrière des déficits et a indiqué que rien ne s'oppose à ce qu'une SIIC procède au carry back de ses déficits afférents au secteur taxable sur les bénéficiaires taxables de l'exercice précédant celui de l'option³.

Par ailleurs, lors de la sortie du régime SIIC, la société redevient soumise à l'IS et les déficits afférents à l'activité SIIC exonérée ne peuvent plus être reportés en avant à compter de cette date¹ et tombent définitivement en non-valeur.

Ce faisant, après avoir précisé les modalités d'application de l'*exit tax*², les juridictions administratives ont poursuivi leur action de sécurisation du régime SIIC en précisant les modalités d'utilisation des déficits aux bornes du régime.

LES IMPACTS DE LA LOI DE FINANCES POUR 2019 SUR LES OBLIGATIONS DE DISTRIBUTION DES SIIC

Jusqu'au 1^{er} janvier 2019, les obligations de distribution des SIIC étaient fixées à 100% du résultat fiscal afférent aux dividendes, 60% du résultat fiscal afférent aux plus-values de cession et 95% du résultat fiscal du secteur locatif. Ces obligations de distribution doivent être réalisées au cours de l'exercice qui suit leur réalisation en ce qui concerne les dividendes et les revenus locatifs et dans les deux exercices qui suivent celui de leur réalisation pour les plus-values.

S'agissant des revenus locatifs, le législateur avait déjà relevé, en 2013³, l'obligation de distribution de 85% à 95% sur la base de recommandations faites par l'Inspection Générale des Finances (« IGF »). À l'époque, l'IGF n'avait pas caché son objectif d'augmenter le montant des impôts perçus au niveau des détenteurs de parts tout en limitant les externalités négatives sur le fonctionnement des SIIC.

1. CAA Versailles, 12 février 2019, n° 16VE03715, SA Les docks Lyonnais

2. Voir notamment : 2015-474 QPC du 26 juin 2015, Société ICADE ; CE 8^e - 3^e ch. du 11 avril 2018 n° 414489 et 414493, min. c/ Sté Foncière des régions

3. Loi (n°2013-1279) de finances rectificative pour 2013

4. Loi (n°2018-1317) de finances pour 2019

Concrètement, ce rehaussement des obligations de distribution a eu pour conséquence de diminuer la part des résultats SIIC pouvant être placée en réserve en franchise d'impôt (soit 15% des revenus locatifs diminué à 5%).

C'est sur le fondement de ces mêmes recommandations de l'IGF de 2013 que la loi de finances pour 2019⁴ a porté l'obligation de distribution des plus-values de cession de 60% à 70% depuis le 1^{er} janvier 2019. Six ans après, l'objectif d'augmenter le niveau de prélèvement chez les porteurs de parts est donc toujours d'actualité.

Dans ce cadre, il convient de s'interroger sur les évolutions futures du régime, notamment au regard des autres préconisations de l'IGF émises en 2013 et qui n'ont pas encore été traduites dans notre corpus législatif :

- la réduction des délais de mise en distribution des obligations de distribution des plus-values ;
- l'augmentation du taux de l'*exit tax* (déjà passé de 16% à 19%) pour le rapprocher, voire le faire correspondre, au taux de l'IS de droit commun ;
- relever le taux de prélèvement sur les distributions réalisées au bénéfice d'actionnaires exonérés d'impôt détenant au moins 10% du capital de la SIIC (de 20 à 25%).

Au-delà des réformes propres au régime SIIC évoquées précédemment, la loi de finances pour 2019 a également procédé à une profonde modification des dispositifs de limitation de la déductibi-

lité des charges financières pour l'ensemble des sociétés. En effet, les dispositifs de sous-capitalisation et de rabout ont été supprimés (ainsi que le dispositif de l'article 209 IX du CGI dit dispositif *Carrez*) et remplacés par un dispositif unique limitant le montant des intérêts déductibles en fonction de l'EBITDA fiscal (conformément à la directive ATAD 1). Schématiquement, une société non sous-capitalisée (selon une définition posée par le nouveau dispositif) peut déduire ses charges financières à hauteur de la plus élevée des limites entre 3 M€ et 30% de l'EBITDA fiscal. Une société sous-capitalisée se verra limitée dans sa déduction à 1 M€ ou 10% de l'EBITDA fiscal.

Ce nouveau dispositif s'applique au « résultat fiscal soumis à l'impôt sur les sociétés », de telle sorte que l'administration fiscale a logiquement indiqué récemment dans sa doctrine qu'il ne serait applicable qu'aux charges financières nettes relevant du secteur taxable des SIIC, et non au secteur exonéré soumis à obligation de distribution.

Bien que cette doctrine soit conforme au texte, il n'en reste pas moins que les anciens dispositifs de sous-capitalisation et du rabout s'appliquaient également pour la détermination du résultat SIIC exonéré, qu'ils venaient ainsi potentiellement majorer. L'absence d'application du nouveau dispositif au secteur exonéré n'impactera donc plus à la hausse le montant des obligations de distribution des SIIC.

En définitive, les évolutions législatives propres au régime SIIC de ces dernières années montrent une tendance à la réduction de la « poche » des revenus non soumis aux obligations de distribution afin d'augmenter corrélativement le niveau global des prélèvements au niveau des actionnaires sur les revenus qui leur sont distribués par les SIIC, sans pour autant menacer l'attractivité du régime SIIC dans son ensemble.

Cette volonté de ne pas « bouleverser » le régime SIIC peut s'expliquer notamment par le fait que l'augmentation significative du taux de rotation des actifs immobiliers des SIIC s'avère très favorable aux collectivités locales dans le cadre de l'assujettissement des cessions aux droits de mutation.

En conclusion, malgré les augmentations progressives des obligations de distribution dans un objectif d'augmentation des recettes fiscales, l'intervention du juge administratif a permis de sécuriser le régime SIIC et de préserver son attractivité. Cependant, les propositions de réformes émises par l'IGF et qui n'ont pas à ce jour été mises en œuvre devront être suivies avec attention.





CONCLUSION

Sur la base des rapports annuels 2018 et des publications périodiques du premier semestre 2019 du panel des SGP de SCPI et d'OPCI étudiés, il ressort que la communication financière fournit globalement des informations lisibles et pertinentes sur les indicateurs clés de performance financière et d'exposition aux risques généraux liés à l'activité d'investissement immobilier. Certaines bonnes pratiques comme l'existence d'indicateurs de performance ESG/ISR/RSE au niveau des FIA, la communication et la définition du TOF pour les OPCI ou des indicateurs simples consolidés comme le coût moyen de la dette en pourcentage pourraient être davantage utilisées ou étoffées.

ECHELLE DE LISIBILITÉ DE LA COMMUNICATION FINANCIÈRE SUR LA BASE DE LA COMMUNICATION FINANCIÈRE 2018/2019 DU PANEL DES FIA

	Indicateur de mesure	SCPI	OPCI
Rendement	Rendement courant annuel, résultat par part	■■■■■	■■■■■
	Rendement total sur l'horizon de placement (8-10 ans)	■■■■■	■■■■■
	Rendement total sur un an	■■■■■	■■■■■
Rémunération des SGP	Commission annuelle (SCPI) ou frais de fonctionnement et de gestion (OPCI) supportés par le véhicule	■■■■■	■■■■■
	Présentation des éléments clés de la politique de rémunération de la SGP	■■■■■	■■■■■
Valorisation des parts	Actif net, valeur de réalisation	■■■■■	■■■■■
	Mouvements affectant les capitaux propres, valorisation, nombre des parts	■■■■■	■■■■■
Indicateurs extra-financiers	Présentation d'une démarche ESG/ISR/RSE	■■■■■	■■■■■
	Existence d'un indicateur de mesure de la performance ESG/ISR/RSE au niveau du FIA	■■■■■	■■■■■
Risque de marché et valorisation des actifs immobiliers	Exposition géographique et sectorielle	■■■■■	■■■■■
	Valeur vénale détaillée par immeuble	■■■■■	■■■■■
	Affichage du taux de rendement par immeuble ou catégorie d'immeuble	■■■■■	■■■■■
	Investissements de la période	■■■■■	■■■■■
	Affichage des experts immobiliers externes	■■■■■	■■■■■
	Mention des méthodes utilisées par les experts immobiliers externes	■■■■■	■■■■■
Risque locatif	Exposition sur les foncières cotées	N/A	■■■■■
	TOF, taux de vacance, éléments liés à la vacance	■■■■■	■■■■■
Risque de liquidité	Risque de contrepartie locative (concentration, recouvrement...)	■■■■■	■■■■■
	Indicateurs liés au risque de liquidité	■■■■■	■■■■■
Endettement bancaire et effet de levier	Ratio d'endettement	■■■■■	■■■■■
	Effet de levier (affichage, méthodologie, calculs etc.)	■■■■■	■■■■■
	Il convient de noter que le niveau d'endettement moyen des OPCI et SCPI est peu élevé (estimé en 2018 à 14% pour les SCPI et à 15% pour les OPCI)	Coût moyen de l'endettement (consolidé, en %) / taux d'intérêt moyen	■■■■■

■■■■■ Information indisponible et/ou indicateur jamais appliqué

■■■■■ Information peu lisible et/ou indicateur très peu appliqué

■■■■■ Information peu lisible et/ou indicateur appliqué minoritairement

■■■■■ Lisibilité correcte et/ou indicateur appliqué majoritairement

■■■■■ Bonne lisibilité et indicateur quasi-systématique

■■■■■ Excellente lisibilité de l'information et pratique systématique

N/A : non applicable



UNE ÉTUDE RÉALISÉE PAR



Mazars est une organisation internationale, intégrée et indépendante spécialisée dans l'audit, le conseil, ainsi que les services comptables, fiscaux et juridiques¹. Présent dans 89 pays et territoires à travers le monde, Mazars fédère les expertises de 40 000 professionnels - 24 000 au sein du partenariat intégré Mazars et 16 000 via Mazars North America Alliance - qui accompagnent les grands groupes internationaux, ETI, PME, startups et organismes publics à chaque étape de leur développement.

¹Seulement dans les pays dans lesquels les lois en vigueur l'autorisent.

EN COLLABORATION AVEC



L'Association française des Sociétés de Placement Immobilier (ASPIM) promeut, représente et défend les intérêts de ses adhérents, les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (FIA) en immobilier (SCPI, OPCI et autres FIA « par objet »). Créée en 1975, l'ASPIM est une association à but non lucratif qui réunit tous les acteurs du métier de la gestion des fonds immobiliers non cotés. En France au 31 décembre 2018, les Fonds d'Investissement Alternatifs (FIA) en immobilier (SCPI, OPCI, OPPCI et autres FIA) gèrent un encours global de 180 milliards €.

Le nombre total des membres de l'ASPIM est de 97, dont 84 adhérents qui sont des Sociétés de Gestion de Portefeuille (SGP) de SCPI, OPPCI, OPCI et autres FIA en immobilier agréées par l'AMF, qu'elles soient filiales de groupes bancaires, d'assurance, de gestion immobilière étrangère ou entrepreneuriales, et 13 experts correspondants qui sont des professionnels de l'écosystème immobilier (avocats, consultants, auditeurs et experts).

Dans ses relations avec les autorités françaises et internationales en charge des sujets intéressant ses adhérents, l'ASPIM défend et promeut les intérêts des investisseurs de ces fonds et s'attache à démontrer les apports de ce secteur professionnel à l'économie nationale.

L'ASPIM est en particulier à l'origine de la création en 2006 de l'OPCI, nouvelle formule d'investissement destinée aux particuliers et aux investisseurs institutionnels et de la récente réforme du cadre juridique des SCPI, à l'occasion de la transposition en droit français de la directive AIFM.



MERCI

ASPIM

Véronique Donnadiou – Déléguée Générale
Cyril Karam – Directeur des Affaires juridiques et fiscales
Julien Mauffrey – Directeur des études
Christophe Kacy – Directeur de la communication et des relations presses

ALLIANZ

Victor Kittayaso – Responsable de l'immobilier coté, Allianz Global Investors Europe GmbH
Thierry Cherel – Co-gérant Immobilier coté, Allianz Global Investors Europe GmbH

EUODIA

Nicolas Le Febvre – Associé – Groupe EUODIA
Julien Vrignaud – Associé – Groupe EUODIA

AVEC LA CONTRIBUTION DE

Alexandre Kasse - Responsable de la filière fonds immobiliers, Senior Manager Audit et Conseil Immobilier & BTP, Mazars
Aude Meslin - Manager Audit et Conseil Immobilier & BTP, Mazars
Idriss Ahras - Senior Audit et Conseil Immobilier & BTP, Mazars
Gaël Béringuet - Senior Audit et Conseil Immobilier & BTP, Mazars
William Bottaro – Associé, Département Santé – Mazars
Elena Aubrée – Avocate, Associée, Département Tax Immobilier – Mazars Société d'Avocats
Anton Lissorgues – Responsable de la filière Hôtellerie, Secteur Immobilier & BTP – Mazars
Denis Moati-Marcozzi – Avocat, Manager, Département Tax Immobilier – Mazars Société d'Avocats
Louis Vorilhon – Expert valorisation immobilière Immobilier & BTP – Mazars
Audrey Abastado, Pierre Bardy, Anaïs Cadoret, Amir El Mejjad, Bertrand Billes Garabedian, Matthieu Guignard, Andréas Harvatopoulos, Grâce Hougbo, Louis Jacquemin, Floriane Lartigue, Elies Lassoued, Stéphane Ngo, Marie Olivier, Karène Rahobimanana, Antoine Wisniewski, Jens Esser - Director, Mazars Germany
Veronika Glossner, Parnter, Mazars Germany
Olivia Poirier - Senior Tax Consultant, Mazars Germany

CONTACT



ALEXANDRE KASSE

Responsable de la filière
fonds immobiliers
Senior Manager Audit et Conseil
Immobilier & BTP

alexandre.kasse@mazars.fr

+ 33 1 49 97 67 41



61, rue Henri Regnault
92075 Paris La Défense