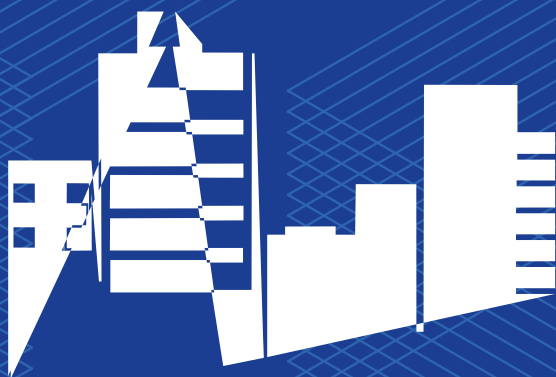


La modernisation des fonds d'investissement immobiliers non cotés

LIVRE BLANC



—ASPIM ASSOCIATION FRANÇAISE
DES SOCIÉTÉS
DE PLACEMENT IMMOBILIER

Avec le soutien de l'
 **AFG**

Introduction

La modernisation des fonds d'investissement immobiliers non cotés.

LIVRE BLANC

Depuis 1975, l'ASPIM, l'Association française des Sociétés de Placement Immobilier participe à la promotion et à la défense des intérêts des principaux acteurs du secteur de l'investissement immobilier et des fonds non cotés qui gèrent aujourd'hui plus de 280 milliards d'euros d'actifs et représentent plus de 4 millions d'épargnants. Regroupant 103 sociétés de gestion de fonds d'investissement alternatif en immobilier, à savoir des SCPI (société civile de placement immobilier), OPCI (organisme de placement collectif en immobilier), OPPCI (organisation de placement professionnel collectif immobilier), et FIA (fonds d'investissement alternatif) « par objet », l'ASPIM est un interlocuteur privilégié des pouvoirs publics qui la consultent pour son expertise sur le secteur.

Dans le cadre du nouveau quinquennat, l'ASPIM a souhaité initier une série de propositions à porter auprès des pouvoirs publics et des élus afin de soutenir le développement du marché des fonds d'investissement immobilier, secteur qui a démontré sa contribution à la création de richesse, à l'emploi et aux territoires.

En effet, depuis les années 2000, les fonds d'investissement immobilier ont vécu une forte montée en puissance sur le marché, jusqu'à s'installer aujourd'hui de manière solide dans le paysage : ils ont une importance clé dans l'économie et l'épargne des Français. Le secteur a imprimé son poids sur la société française, et s'installe comme l'un des principaux créateurs d'emplois, de valeur et de nouvelles entreprises : véritable fleuron national, la filière immobilière représente plus de 11 % de la création de richesse en France, et 2,3 millions d'emplois. Au cœur de ce secteur, l'activité des fonds d'investissement immobilier est moteur, en s'inscrivant comme partenaire de long terme des entreprises et des territoires.

Compte tenu de la place croissante de la gestion immobilière dans l'industrie de la gestion collective en France, celle-ci doit conduire une stratégie de développement ambitieuse permettant aux acteurs de cette industrie d'évoluer dans un cadre réglementaire et fiscal à la fois attractif et soucieux de la protection des investisseurs.

Pour faire face aux nouveaux défis du secteur, qui est au croisement de nombreux enjeux structurants pour l'avenir, tant sur le plan environnemental que sur le plan de la diversification des besoins de

l'ensemble de la population, le présent Livre Blanc expose une série de propositions visant à renforcer la position française de tout premier plan sur le marché des fonds d'investissement immobilier, tant au niveau européen qu'international.

Ces mesures concrètes et techniques visent à moderniser et à améliorer le fonctionnement, la distribution et la compétitivité des véhicules d'investissement immobilier, mais aussi à stabiliser le statut de leurs gestionnaires au niveau européen afin qu'ils puissent notamment :

Accompagner les évolutions sociétales :

- en élargissant l'objet social des fonds immobiliers pour qu'ils puissent répondre aux enjeux de l'évolution contemporaine de la gestion locative et de la transition énergétique ;

Faire face aux enjeux environnementaux :

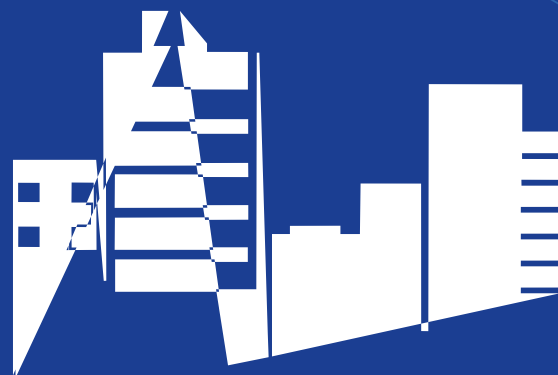
- grâce à la mise en place d'un amortissement fiscal des dépenses immobilisées induites par les travaux de rénovation énergétique ;

Apporter des solutions concrètes d'épargne pour faire face aux problématiques de retraite, de dépendance et de liens intergénérationnels :

- en favorisant l'éligibilité des fonds immobiliers à des supports d'investissement tournés vers l'épargne de long terme (assurance-vie, épargne retraite et salariale) ;
- Et en leur permettant une collecte accrue de capitaux grâce à :
 - une distribution facilitée par la digitalisation des opérations, notamment de souscription et de gestion ;
 - une européanisation de la commercialisation auprès des particuliers notamment européens (via un véritable passeport de commercialisation et un assouplissement des conditions d'attribution du label ELTIF) ;
 - et la mise en place d'une fiscalité française adaptée à cette distribution transfrontalière (éviter toute double imposition des revenus immobiliers) ;

Assurer en parallèle aux investisseurs une protection optimisée en renforçant la résilience de la pierre-papier face aux crises à venir :

- grâce à la mise en œuvre d'outils de gestion de la liquidité plus adaptés au sous-jacent immobilier.



01

Propositions juridiques et réglementaires

1. Axes de réflexion pour le développement du marché des fonds d'investissement immobilier français

- Accélérer la modernisation des fonds immobiliers **07**
- Favoriser l'accès à la pierre-papier via les supports d'investissement tournés vers l'épargne de long terme **12**
- Renforcer la résilience de la pierre-papier face aux crises à venir **17**
- Capitaliser sur les nouveaux concepts introduits dans la Loi Pacte **23**
- Maintenir la possibilité pour les sociétés de gestion de conduire des activités annexes **24**
- Intervenir sur des points d'amélioration ciblés **25**

2. Axes d'amélioration pour une meilleure adéquation du droit des fonds d'investissement et du droit des sociétés

- Améliorer l'organisation des assemblées générales **29**
- Sécuriser les modalités d'affectation du résultat et la distribution d'une fraction des actifs d'un OPCI **31**
- Redéfinir les contours du conseil de surveillance de la SCPI **32**
- Se limiter à l'intervention d'un seul expert immobilier dans les opérations d'apport dans les OPCI **33**
- Supprimer l'interdiction d'effectuer des souscriptions par compensation de créances pour les OPCI professionnels **34**
- Redéfinir le calcul du ratio d'endettement dans les OPCI ayant recours à des opérations de crédit-bail **34**
- Officialiser la décimalisation des parts de SCPI **36**

02

Propositions de mesures d'amélioration du régime fiscal

- Modernisation des OPCI/SCPI **39**
- Structuration internationale **43**
- Amortissement fiscal des dépenses immobilisées induites par les travaux de rénovation énergétique **45**
- Traitement fiscal des « fonds viager » **49**
- Intégration au BOFIP de décisions rendues par rescrit **51**

01

Propositions juridiques et réglementaires

I. Axes de réflexion pour le développement du marché des fonds d'investissement immobiliers français

Accélérer la modernisation des fonds immobiliers

Accélérer le mouvement de digitalisation de la pierre-papier

L'univers de la pierre-papier doit pouvoir bénéficier des dispositions de l'ordonnance du 8 décembre 2017, dite **Ordonnance Blockchain**¹, qui a introduit la possibilité de représenter certains instruments financiers par le biais d'une inscription dans un dispositif électronique d'enregistrement partagé (« DEEP » c'est-à-dire via la technologie *blockchain*) en lieu et place d'une inscription en compte². Cette inscription en DEEP vaut tant pour l'établissement de la propriété desdits titres que pour leur transfert, et donc leur liquidité.

Bien qu'à notre connaissance l'AMF ne se soit pas explicitement prononcée sur ce point, les parts ou actions d'OPCI et d'OPPCI devraient être concernées par le nouveau dispositif. En revanche, cette possibilité semble toutefois beaucoup plus incertaine en ce qui concerne les parts de SCPI.

- Les SCPI sont des sociétés civiles, qualifiées d'OPC, et plus particulièrement des fonds ouverts à des investisseurs non professionnels relevant de la catégorie des FIA³. En cette qualité, les parts qu'elles émettent sont qualifiées de titres financiers et partant, d'instruments financiers⁴. Nonobstant leur qualification de titres financiers, les parts de SCPI ont la particularité de ne pas être négociables⁵. Ces parts ne sont pas représentées par une inscription en compte et ne peuvent donc pas être détenues au porteur ni faire l'objet d'une mise en compte d'administration.

1/ Ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers.

2/ Code monétaire et financier, art. L.211-7.

3/ Code monétaire et financier, art. L.214-1 et L.214-24.

4/ Code monétaire et financier, art. L.211-1, II : « II. – Les titres financiers sont : 1. Les titres de capital émis par les sociétés par actions ; 2. Les titres de créance ; 3. Les parts ou actions d'organismes de placement collectif ».

5/ Code monétaire et financier, art. L.211-14.

- En outre, leur tenue de registre ne relève pas du régime général applicable aux titres financiers (le transfert de propriété des parts de SCPI ne résulte pas d'une inscription en compte-titres, tenu par exemple par l'émetteur lorsque les titres financiers sont nominatifs purs) mais obéit à un régime *ad hoc*⁶. En effet, le transfert de propriété résultant des ordres d'achat et de vente sur les parts de SCPI doit faire l'objet d'une inscription sur le registre des associés tenu au siège de la société⁷.

Ces éléments semblent dès lors écarter le bénéfice des dispositions de l'Ordonnance Blockchain.

Recommandation

Pour bénéficier du mouvement de digitalisation des instruments financiers amorcé en droit français, l'éligibilité des parts de SCPI au nouveau dispositif introduit par l'Ordonnance Blockchain devrait être admise.

En outre, une réflexion devrait s'ouvrir sur l'opportunité d'étendre aux parts de SCPI certaines dispositions relatives aux titres financiers, notamment en matière de tenue de registre, de négociabilité et de circulation (forme au nominatif et au porteur).

Ces réflexions et les modifications auxquelles elles pourraient aboutir devraient ainsi contribuer à rendre le régime juridique applicable aux parts de SCPI plus fluide, en faveur de l'attractivité du marché français pour les investisseurs étrangers.

Ces avancées réglementaires permettraient de positionner la France comme une juridiction de référence en matière de pierre-papier digitalisée, en particulier au sein de l'Union européenne où certaines juridictions, à l'instar du Luxembourg, ont déjà entamé la digitalisation du mode de représentation de certains instruments financiers.

6/ L'inscription sur le registre des associés tenu par la SCPI présenterait ainsi la même fonction translatrice de propriété que celle dévolue à l'inscription en compte en matière de titres financiers. (voir en ce sens : Alain Couret, Hervé Le Nabasque, Marie-Laure Coquelet, Thierry Granier, Didier Poracchia, Arnaud Raynouard, Arnaud Reygrobellet et David Robine, *Droit Financier*, Dalloz, 2^{ème} éd, 2012, n° 924, p. 664). Certains auteurs se sont ainsi demandé si la tenue de registre des parts de SCPI pouvait être assimilée à l'inscription en compte requise par le droit commun : s'ils reconnaissent un effet commun d'origine de propriété, ils excluent toutefois leur assimilation (voir en ce sens : Hervé Le Nabasque, Jean-Maurice Gaillard et Marc Baffreau, *L'assiette du nantissement de compte d'instruments financiers*, Actes pratiques, éd. JurisClasseur, avril 1998, p.10).

7/ Code monétaire et financier, art. L.214-93.

Accélérer la commercialisation en Europe des fonds immobiliers par une modification du Règlement ELTIF

Le Règlement 2015/760 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015, relatif aux fonds européens d'investissement à long terme, dit **Règlement ELTIF**, a pour ambition de contribuer à l'acheminement de l'épargne européenne vers des investissements européens à long terme dans l'économie réelle. Malheureusement, le label ELTIF n'a pas rencontré le succès escompté, compte tenu de règles très strictes aussi bien s'agissant de la distribution à une clientèle de détail que de la composition de l'actif ou des possibilités de rachats avant la fin de vie du fonds.

Un processus de révision du règlement ELTIF est en cours. Dans ce cadre, l'ASPIM avait formulé les propositions suivantes :

- une révision de la définition de real assets de manière à ce que les investissements dans l'immobilier commercial ou résidentiel puissent sans ambiguïté être qualifiés d'actifs éligibles et que les conditions de leur éligibilité soient clarifiées ;
- une suppression du montant minimum de souscription de 10 000 euros pour les investisseurs non professionnels ;
- un assouplissement, voire une suppression, de certains ratios d'investissement ou de dispersion des risques ;
- la mise en place d'un mécanisme de liquidité spécifique pour permettre un rachat progressif si nécessaire ;
- la mise en place d'un régime fiscal dédié au produit afin d'assurer le développement d'un véritable marché transfrontalier de la distribution des ELTIFs.

Dans le cadre du trilogue, les amendements proposés par le Conseil de l'UE et le Parlement européen s'inscrivent en faveur d'une meilleure adaptabilité du label, avec notamment la

suppression du montant minimum de souscription de 10 000 euros pour les investisseurs de détail, une nouvelle définition plus adéquate des real assets, ainsi que l'assouplissement de diverses règles de composition de l'actif. S'agissant des règles de composition de l'actif, deux points seront particulièrement importants :

- abaisser à 50 % le quota minimum d'actifs éligibles (taux actuellement à 70 %) ;
- permettre la structure d'ELTIF fonds de fonds (supprimer le plafond à 40 % proposé par le Conseil de l'UE).

En revanche, il ne semble pas souhaitable que le projet de la mise en place d'une sous-catégorie d'ELTIFs durables soit retenue, car des exigences strictes pourraient entraver la souscription des ELTIFs par les investisseurs. Enfin, la proposition différenciant davantage le régime applicable aux investisseurs de détail de celui applicable aux investisseurs professionnels, en accordant plus de flexibilité à ces derniers, nous apparaît tout à fait opportune

Recommandation

Poursuivre les démarches entamées dans le cadre de la consultation de la Commission européenne en réaffirmant les différentes propositions formulées par l'ASPIM lors des prochaines échéances relatives à la revue du Règlement ELTIF.

Dans le cadre de la mise en œuvre au niveau national du futur Règlement révisé, il sera important de veiller à ce que le régime fiscal ne fausse pas le champ concurrentiel entre les acteurs français et les autres acteurs européens. Au-delà, une étroite collaboration entre les professionnels et les autorités de tutelle sera à privilégier pour assurer les conditions de succès de ce dispositif.

Faciliter la commercialisation de la pierre-papier « verte » via le démarchage

Nous avons relevé une imprécision dans la rédaction de l'article L.341-10 du Code monétaire et financier qui liste les produits ne pouvant faire l'objet de démarchage. Cet article cite, en effet, parmi les produits ne pouvant faire l'objet d'un démarchage : « 1° Les produits dont le risque maximum n'est pas connu au moment de la souscription ou pour lesquels le risque de perte est supérieur au montant de l'apport financier initial, à l'exception :

- des parts de sociétés civiles de placement immobilier (...) 4° Les instruments financiers qui ne sont pas admis aux négociations sur les marchés réglementés (...), à l'exception
- des parts ou actions d'OPCVM ou de FIA relevant des paragraphes 1 [fonds d'investissement à vocation générale], 2 [fonds de capital investissement] et 6 [fonds de fonds alternatifs] de la sous-section 2, du paragraphe 2 ou du sous-paragraphe 1 du paragraphe 1 de la sous-section 3, ou de la sous-section 4 de la section 2 du chapitre IV du titre I^{er} du livre II,
- des titres financiers offerts au public après établissement d'un document d'information en application du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017 [Règlement Prospectus] en cas d'offre au public de titres financiers ».

Par conséquent, à la lecture de ce texte, pèse un doute quant à la possibilité pour un Groupement

Forestier d'Investissement (GFI) de faire l'objet d'un démarchage : en effet, le GFI n'est pas visé expressément dans les exceptions listées au paragraphe 1° (à la différence des SCPI), ni au paragraphe 4° (si les GFI, comme les SCPI, peuvent faire une offre au public de leurs titres, ils n'entrent pas dans le champ du Règlement Prospectus et n'établissent donc pas un document d'information en application de ce Règlement).

Nous concluons à une maladresse lors de la mise à jour du Code monétaire et financier à l'occasion de l'entrée en vigueur du Règlement Prospectus et à la nécessité de clarifier la rédaction de l'article L.341-10.

En effet, l'alinéa 4 peut également prêter à confusion pour les SCPI qui sont bien visées parmi les exceptions de l'alinéa 1 mais n'établissent pas non plus de document d'information en application du Règlement Prospectus.

Recommandation

Modifier l'article L.341-10 du Code monétaire et financier afin de permettre aux GFI d'être commercialisés via le démarchage.

Diversifier les sources de financement en procédant à des émissions obligataires

Face à la croissance de la taille des transactions immobilières et des besoins de financement afférents des fonds immobiliers y participant, le recours au financement bancaire dans une période d'augmentation des taux d'intérêt et, pour certains véhicules, de limitation réglementaire du recours à l'effet de levier, ne saurait à lui seul apporter la solution adéquate et pérenne qui convienne. Les gestionnaires de fonds d'investissement immobiliers doivent donc envisager des sources alternatives de financement de leurs opérations.

Puisqu'ils servent un revenu régulier à leurs investisseurs grâce aux loyers qu'ils perçoivent des immeubles en portefeuille et que le principal avantage des obligations est de servir un tel revenu

régulier, la possibilité pour les fonds immobiliers de procéder à des émissions obligataires semble donc une nouvelle source de financement adaptée à leur mode de fonctionnement. Cela leur permettrait d'assurer à la fois le financement d'un projet immobilier ou son refinancement, tout en augmentant le nombre et/ou la taille des opérations réalisées.

Recommandation

Modifier les articles L. 214-114 et L. 214-36 du Code monétaire et financier afin de permettre aux SCPI et OPCI de procéder à des émissions obligataires.

Favoriser l'accès à la pierre-papier via les supports d'investissement tournés vers l'épargne de long terme

Fonds immobiliers et assurance-vie

Permettre l'éligibilité des OPPCI à l'assurance-vie

Constatant que les unités de compte de contrats d'assurance-vie constituent un vecteur insuffisamment utilisé pour investir dans des classes d'actifs alternatifs, la Loi Pacte⁸ a introduit un nouvel article L. 131-1-1 au sein du Code des assurances précisant que pourront servir de supports en unités de compte des parts ou actions de fonds ouverts à des investisseurs professionnels, tels que les fonds professionnels spécialisés, les fonds professionnels de capital investissement et les sociétés de libre partenariat⁹.

L'éligibilité de ces fonds en tant que support en unités de compte de contrats d'assurance-vie est subordonnée au fait que l'assuré dispose de l'expérience, des connaissances et de la compétence nécessaires pour investir sur ces supports, ou est en mesure d'investir un montant minimum de 100 000 euros¹⁰.

La Loi Pacte ayant pour objet la croissance des entreprises, les fonds professionnels immobiliers, et notamment les organismes professionnels de placement collectif (les « **OPPCI** »), n'ont pas, à la différence des fonds professionnels de capital investissement ou investissant dans des instruments financiers cotés, été visés dans la liste des actifs éligibles.

Ces fonds présentent pourtant un enjeu majeur pour l'attractivité et la compétitivité de la Place de Paris, qui plus est dans un contexte où l'immobilier d'entreprise est directement concerné par les profonds changements dans le domaine des usages et des besoins que la crise sanitaire a notamment fait émerger. Les risques associés aux OPPCI ne sont en outre pas supérieurs à ceux des autres fonds professionnels. Au contraire, les OPPCI sont à la différence des autres catégories de fonds professionnels, des fonds très encadrés qui font l'objet d'un agrément de l'AMF, et non d'une simple déclaration.

Recommandation

Inclure les OPPCI dans la liste des fonds professionnels visés à l'article R. 131-1-1 du Code des assurances et les rendre éligibles dans les mêmes conditions protectrices des assurés que celles prévues pour les autres fonds professionnels.

Faciliter le rachat en titres dans le cadre d'un contrat d'assurance-vie

L'article L. 131-1 du Code des assurances introduit par la Loi Pacte prévoit que le souscripteur ou le bénéficiaire d'un contrat d'assurance-vie peut, à l'occasion d'un rachat réalisé sur son contrat d'assurance-vie et dans le respect de certaines conditions, opter pour la remise de titres financiers négociés ou non sur un marché réglementé servant de support aux unités de compte.

Cette remise de titres financiers est notamment subordonnée à deux conditions :

- l'option pour une remise en titres, par dérogation à la remise en espèces qui constitue le principe, doit être exercée par le souscripteur ou le bénéficiaire. Il ne s'agit donc pas d'un droit de l'assureur ;
- les titres financiers ne doivent pas conférer de droit de vote.

La majorité des fonds immobiliers étant constitués sous la forme de sociétés (OPCI, SCPI, ou Autre FIA), cette dernière condition ne peut en pratique être respectée.

Recommandation

Modifier l'article L. 131-1 du code des assurances pour offrir la possibilité aux assurés et bénéficiaires de contrats d'assurance-vie d'opter pour la remise des titres des fonds immobiliers utilisés en tant que supports en unités de compte desdits contrats, sans soumission à la condition de ne pas conférer de droit de vote.

Faciliter la mise en place de *gates* dans les OPCI éligibles en unité de compte

Grâce aux *gates* du fonds activé par la société de gestion, l'assureur échappe à l'obligation de la liquidité à deux mois de l'UC en pouvant opposer à son adhérent la mise en application du *gating*. Sur cette base, il pourrait être soutenu auprès de l'AMF qu'un OPCI avec *gates* éligible en UC pourrait échapper aux 40 % de valeurs mobilières ce qui relancerait le produit.

Recommandation

Modifier l'article R. 131-5 du Code des assurances afin de permettre aux OPCI éligibles en unité de compte de mettre en place des *gates* hors circonstances exceptionnelles.

8/ Loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques.

9/ C. assur. Art. R. 131-1-1.

10/ C. assur. art. R. 131-1-2.

Assouplir la stratégie d'investissement des sociétés à objet strictement immobilier

Le Code des assurances prévoit que les sociétés à objet « strictement » immobilier sont éligibles en tant que support en unités de compte de contrats d'assurance-vie¹¹. Leur éligibilité est toutefois subordonnée au respect de conditions strictes. Il est notamment prévu que l'actif de ces sociétés ne peut être composé « *que d'immeubles bâtis ou de terrains situés sur le territoire de l'un des États membres de l'OCDE, de parts ou actions des sociétés répondant à ces mêmes conditions* », la valeur de l'ensemble de ces actifs immobiliers devant représenter au minimum 70 % de l'actif de la société, la part restante pouvant être uniquement investie dans des actifs liquides et sécurisés¹².

Afin de permettre aux sociétés à objet strictement immobilier de répondre aux enjeux de l'évolution contemporaine de la gestion locative et de la transition énergétique, et de favoriser les financements des résidences gérées (i.e. offrant des services para-hôteliers), il conviendrait d'offrir la possibilité à ces sociétés, comme cela été autorisé pour les OPC¹³, de détenir à titre accessoire des biens meubles affectés aux immeubles loués, tels que des panneaux photovoltaïques.

De plus, afin d'assouplir leurs modalités de fonctionnement à l'heure où les tailles d'actifs deviennent de plus en plus significatives, il conviendrait également de supprimer la condition de détention de cinq immeubles représentant une valeur d'environ 15 millions d'euros requise par l'article R. 131-3 du Code des assurances ou de prévoir une phase de montée en puissance sur 3 ans pour les nouvelles sociétés à objet strictement immobilier.

Recommandation

Modifier l'article R. 332-2 du Code des assurances pour offrir la capacité aux sociétés à objet strictement immobilier de détenir à titre accessoire des meubles meublants, biens d'équipement ou biens meubles affectés aux immeubles et nécessaires au fonctionnement, à l'usage ou à l'exploitation de ces derniers par un tiers.

Fonds immobiliers et épargne retraite

La Loi Pacte a réformé les dispositifs d'épargne retraite et créé le plan d'épargne retraite, le **PER**, qui, sur un modèle comparable à celui de l'assurance-vie, définit les investissements pouvant être éligibles, que le PER se traduise par l'ouverture d'un compte-titre ou donne lieu à l'adhésion à un contrat d'assurance.

La liste des actifs éligibles au PER est comparable à celle du Code des assurances. Néanmoins, s'agissant des fonds immobiliers, on observe que les sociétés à objet strictement immobilier ne sont pas, à la différence des OPC¹⁴ et des SCPI, mentionnées dans les actifs éligibles au PER. Il semblerait que cet oubli ne soit pas intentionnel.

En effet, au regard des travaux préparatoires à l'adoption de l'ordonnance n°2019-766 du 24 juillet 2019 portant réforme de l'épargne retraite supplémentaire, l'**Ordonnance Retraite**, il semblerait que la volonté du législateur n'était pas d'écarter ces sociétés de la liste des actifs éligibles :

- la fiche de présentation de l'Ordonnance Retraite proposait d'inclure dans les actifs éligibles au PER tous les fonds éligibles à l'assurance-vie ;
- une erreur dans la rédaction au 3° de l'article R.224-1 du Code monétaire et financier semble traduire que ces sociétés ont été écartées par inadvertance (« parts ou actions » de SCPI¹⁴).

Recommandation

Modifier le 3° de l'article R. 224-1 du Code monétaire et financier afin de préciser que les sociétés à objet strictement immobilier sont éligibles au PER. Dans ce cadre, il sera également tenu compte des propositions exposées en page précédente concernant la possibilité pour ces sociétés de détenir à titre accessoire des biens meubles.

En outre, les développements relatifs aux OPPCI, mentionnés en page 12, sont transposables au PER.

Fonds immobiliers et épargne salariale

Les fonds d'épargne salariale visés aux articles L. 214-163 du Code monétaire et financier sont soumis, sauf dispositions contraires, aux dispositions des articles L. 214-24-24 à L. 214-26-2 applicables au fonds d'investissement à vocation générale (**FIVG**).

Dans ce cadre, les fonds d'épargne salariale seraient autorisés à investir dans des parts ou actions de placements collectifs de droit français. Les fonds d'épargne salariale « dont l'actif est composé de valeurs mobilières diversifiées » visés à l'article L. 214-164 du CMF peuvent investir jusqu'à 30 % de leur actif dans un ou plusieurs OPC¹⁵.

11/ C. assur. art. R. 131-1 2° qui renvoie à l'art. R. 332-2, 9° bis.

12/ Actifs visés aux 1°, 2°, 2 bis et 3° de l'art. R. 332-2 du C. assur.

13/ Code monétaire et financier, art. L214-36.

14/ Les SCPI n'émettent que des parts. Les sociétés à objet strictement immobilier peuvent, selon leur forme, émettre des parts ou actions.

15/ CMF, art. L. 214-164, VI. Les fonds d'épargne salariale visés à l'article L. 214-165 du CMF constitués en vue de gérer des titres émis par l'entreprise ou toute entreprise liée ne bénéficient pas de cette possibilité.

16/ Dit ratio poubelle.

La partie réglementaire du Code monétaire et financier, qui précise les actifs dans lesquels un FIVG, et par renvoi un fonds d'épargne salariale, peut investir, prévoit que les seuls fonds d'investissement immobilier éligibles, à l'intérieur d'un ratio en cumul de 10 %¹⁶, sont les OPCI et les OPPCI^{17/18}.

Or, il n'existe pas de raisons objectives de traiter différemment les parts ou actions d'OPCI, des parts de SCPI, qui devraient être également éligibles à ces ratios de 30 % et de 10 %.

Par ailleurs, il peut être observé que les fonds d'épargne salariale pouvant être souscrits dans le cadre d'un plan d'épargne retraite d'entreprise et peuvent détenir en cumul jusqu'à 50 % de leur actif dans des OPCI et des OPPCI¹⁹.

Dans ce cas, les règles de division des risques suivantes s'appliquent : un même OPCI ne peut représenter plus de 30 % de l'actif d'un même fonds d'épargne salariale, et un même OPPCI ne peut représenter plus de 10 %. Il n'existe pas de raisons objectives de traiter différemment les parts ou actions d'OPCI et d'OPPCI, des parts de

Favoriser l'alignement d'intérêts entre gestionnaires et investisseurs

Afin de les responsabiliser en les faisant investir aux côtés des investisseurs et en les intéressant aux bénéfices dégagés, la majorité des fonds de capital-investissement attribuent aux membres des équipes de gestion des parts dites *carried interest*. Par l'investissement que les gérants font en parallèle des investisseurs, ces premiers alignent leurs intérêts sur ceux de ces derniers en prenant un risque en capital lié à la mise en œuvre de la stratégie du fonds.

En tant que co-investisseurs, les membres des équipes de gestion bénéficient alors, sous certaines conditions, du régime d'imposition des plus-values mobilières et non de celui des traitements et salaires.

17/ Code monétaire et financier, art. R. 214-32-19.

18/ Ce ratio poubelle ne s'applique toutefois pas aux fonds d'épargne salariale visés à l'article L. 214-165 du CMF constitués en vue de gérer des titres émis par l'entreprise ou toute entreprise liée, dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé (CMF, art. R. 214-212).

19/ CMF, art. L. 214-164, VII 2°.

Recommandation

Modifier l'article R. 214-32-19 du Code monétaire et financier pour permettre aux fonds d'épargne salariale d'investir dans des fonds immobiliers, dans la limite d'un ratio en cumul de 10 %.

SCPI et des parts ou actions d'Autres FIA, qui devraient être également éligibles à ce ratio de 50 %.

Recommandation

Modifier l'article L. 214-164, VII pour permettre aux fonds d'épargne salariale éligibles à un plan d'épargne retraite d'entreprise d'investir dans des SCPI et des Autres FIA immobiliers, dans la limite du ratio en cumul de 50 %.

Recommandation

Consacrer dans le Code monétaire et financier la possibilité pour les salariés de la SGP de détenir des parts dans les véhicules grand public sous gestion (SCPI et OPCI) et étendre le régime du *carried interest* prévu par l'article 150 OA II 8 du Code général des impôts (CGI) aux OPPCI.

Renforcer la résilience de la pierre-papier face aux crises à venir

Le contexte de crise sanitaire et économique liée au Covid-19 conduit à s'interroger sur l'adéquation des mécanismes de liquidité des parts dont disposent les fonds d'investissement immobilier. Dans l'hypothèse où les fonds immobiliers seraient confrontés à un nombre important de demandes de rachat de parts, il est important qu'ils disposent des mesures de nature à y faire face de façon efficace. Les mesures suivantes pourraient être envisagées pour renforcer les outils de gestion de la liquidité des fonds immobiliers.

Faciliter l'ouverture d'un marché secondaire dans les SCPI à capital variable

Au regard des textes, les SCPI à capital variable ne peuvent basculer en capital fixe, et donc ouvrir un marché secondaire, qu'à certaines conditions²⁰ :

- si un nombre élevé (10 %) de parts émises par la SCPI sont en attente de retrait ;
- durant une période longue (12 mois) ;
- et après avoir obtenu l'aval de l'assemblée générale sur la mise en œuvre de mesures appropriées, à savoir notamment la possibilité d'ouvrir un marché secondaire ou de procéder à des cessions d'actifs afin d'honorer les retraits.

Ces conditions contraignantes ne permettent le déclenchement des mesures de liquidité que très tardivement lorsque la situation est déjà très fortement obérée.

L'ouverture d'un marché secondaire, en remplacement du marché primaire en principe applicable dans les SCPI à capital variable, devrait pouvoir intervenir sans attendre que les parts en attente de retrait représentent un seuil de 10 %, sur une période aussi longue de 12 mois.

En outre, la décision d'ouvrir ce marché, qui concerne la gestion de la SCPI et s'inscrit directement dans la protection de l'intérêt des porteurs, devrait relever de la seule compétence de la société de gestion, sans qu'il soit nécessaire de recourir à une assemblée générale, permettant ainsi à la SCPI d'agir rapidement en cas de crise.

Ce mécanisme serait assorti d'une condition d'information préalable du conseil de surveillance sur rapport motivé et de reporting aux associés via le rapport annuel.

Recommandation

Les conditions en vertu desquelles les sociétés de gestion de SCPI peuvent décider de mettre en œuvre toute mesure appropriée, et notamment décider d'ouvrir un marché secondaire en application de l'article L. 214-93 du Code monétaire et financier, devraient être assouplies.

20/ Code monétaire et financier, art. L. 214-93 : « II. – Lorsque la société de gestion constate que les ordres de vente inscrits depuis plus de douze mois sur le registre mentionné au I représentent au moins 10 % des parts émises par la société, elle en informe sans délai l'Autorité des marchés financiers. La même procédure est applicable au cas où les demandes de retrait non satisfaites dans un délai de douze mois représentent au moins 10 % des parts. Dans les deux mois à compter de cette information, la société de gestion convoque une assemblée générale extraordinaire et lui propose la cession partielle ou totale du patrimoine et toute autre mesure appropriée. De telles cessions sont réputées conformes à l'article L. 214-114 ».

Simplifier les modalités de déclenchement et de fonctionnement du fonds de remboursement

Les SCPI ont la possibilité de créer et de doter un fonds de remboursement destiné à faciliter la liquidité des parts²¹.

L'initiative de la création du fonds de remboursement ainsi que la dotation de celui-ci appartiennent à l'assemblée générale des associés²². Les sommes qui y sont affectées ne peuvent provenir que de la vente d'immeubles locatifs ou de bénéfices affectés lors de l'approbation des comptes annuels²³. Les liquidités affectées au fonds de remboursement sont destinées au seul remboursement des associés. Ce dernier se matérialise comptablement par un compte spécifique affecté à un usage exclusif. La reprise des sommes disponibles sur le fonds de remboursement est de la compétence exclusive de l'assemblée générale des associés après rapport motivé de la société de gestion et information préalable de l'AMF²⁴.

Le fonds de remboursement est généralement considéré comme une mesure temporaire, pouvant être mise en place en cas de crise de liquidité sur le marché primaire ne permettant pas de faire fonctionner correctement les retraits compensés²⁵.

Les modalités prévues par la réglementation sont très contraignantes, et en conséquence, le fonds de remboursement est un outil que très peu de SCPI utilisent en pratique.

En cas de crise de liquidité, il conviendrait que la SCPI puisse activer ce mécanisme rapidement. Dans cette optique, il serait opportun que la décision de doter et de mettre en œuvre le fonds de remboursement soit confiée à la société de gestion, sans qu'il soit nécessaire de recourir à une décision de l'assemblée générale. Il apparaît qu'une telle décision participe pleinement de la gestion de la SCPI et devrait relever de la compétence de la société de gestion.

La mise en œuvre de ce mécanisme serait toutefois encadrée par des règles précises décrites dans la note d'information de la SCPI et serait conditionnée à une information du conseil de surveillance sur rapport motivé et à un reporting aux associés via le rapport annuel.

Recommandation

Modifier les articles 422-231 et suivants du RG AMF pour que la création et la dotation du fonds de remboursement, dans les conditions décrites dans la note d'information, soient confiées à la société de gestion sous le contrôle du conseil de surveillance.

Possibilité de céder des actifs immobiliers avant cinq ans en cas de crise de liquidité

Les règles applicables aux SCPI et aux OPCI pourraient être assouplies afin de leur permettre, à titre accessoire, de céder certains actifs immobiliers dans l'optique de créer de la liquidité et de permettre la sortie des investisseurs.

Au sein des OPCI, aucun texte législatif ou réglementaire n'impose en tant que tel une durée de détention minimum des actifs immobiliers. Toutefois, l'objet des OPCI requiert que les actifs immobiliers soient détenus en vue de leur mise en location. Une durée de détention trop courte pourrait donc être assimilée à une opération d'achat en vue de la revente. Une dérogation pourrait être expressément introduite dans les textes afin de permettre aux OPCI et à leurs filiales de vendre des actifs immobiliers dans des délais courts en cas de crise de liquidité. Les situations dans lesquelles une SCPI est autorisée à céder des éléments de son patrimoine immobilier sont prévues à l'article R. 214-157 du Code monétaire et financier.

Selon cet article, la cession d'un actif immobilier n'est possible que si la SCPI est propriétaire de l'actif depuis au moins 5 ans. En outre, la valeur cumulée des immeubles cédés ne peut excéder au cours d'un exercice 15 % de la valeur vénale du patrimoine immobilier de la SCPI, cette limite pouvant être reportée sur les deux exercices suivants.

Si certaines dérogations à ce principe sont prévues par ce texte²⁶, il pourrait être envisagé également que les SCPI puissent céder des actifs détenus moins de 5 ans et au-delà de cette limite de 15 %, en cas de « crise de liquidité » ou de changement de conditions de marché afin de protéger au mieux le capital des porteurs de parts.

Recommandation

Modifier l'article R. 214-157 du Code monétaire et financier pour pouvoir céder des actifs immobiliers avant 5 ans en cas de crise de liquidité

Mécanisme de « compensation différée » dans les SCPI

La réglementation prévoit que les retraits au sein d'une SCPI peuvent se réaliser par compensation avec les souscriptions²⁷.

Aucune disposition ne vient cependant préciser les modalités de fonctionnement de ces retraits dits « compensés ». Ainsi, la période sur laquelle les sommes issues des souscriptions peuvent être utilisées pour désintéresser, et donc compenser une demande de retrait, n'est pas définie par les textes.

En pratique, la période de compensation est le plus souvent mensuelle : à la fin de chaque mois, les souscriptions et les retraits sont compensés et le capital est augmenté de la différence, si celle-ci est positive. En revanche, en cas de collecte

négative, situation qui a pu être rencontrée par plusieurs SCPI du fait de la crise sanitaire, le capital de la SCPI n'est pas diminué, mais les demandes de retrait restent en attente d'exécution dans le carnet d'ordres. Le risque est que cette situation soit interprétée par les associés, les investisseurs et les distributeurs, comme un signal négatif. Cette situation pourrait ainsi obérer le bon fonctionnement de la SCPI, alors même qu'au cours des mois précédents, la collecte de la SCPI a pu être positive et que les sommes issues de cette collecte n'ont pas été encore investies en actifs immobiliers et sont donc placées sur des supports liquides dont la rémunération peut être aujourd'hui nulle ou négative.

21/ Règlement général de l'AMF (RG AMF), article 422-231.

22/ L'alinéa 1 de l'article 422-231 du RG AMF dispose que « La création et la dotation d'un fonds de remboursement des parts destiné à contribuer à la fluidité du marché des parts sont décidées par l'assemblée générale des associés de la SCPI ».

23/ Voir l'article 422-231 alinéa 2 du RG AMF.

24/ Article 422-233 du RG AMF.

25/ En ce sens, article 422-231 du règlement général de l'AMF et note de l'APPSCPI : SCPI : Le fonds de remboursement de crise, février 2008.

26/ Selon cet article, les cas permettant de déroger à la condition de détention de 5 ans sont les suivants :

- la valeur cumulée des actifs immobiliers au cours d'un même exercice ne dépasse pas 2 % de la valeur vénale du patrimoine immobilier de la SCPI figurant au bilan de son dernier exercice clos ;
- la cession porte sur des parts ou actions de SCPI ou d'OPCI ;
- la cession porte sur des immeubles détenus indirectement via une SCI non contrôlée. La notion de « contrôle » est définie à l'article R. 214-156 du Code monétaire et financier.

27/ Règlement général de l'AMF, art. 422-230.

Afin d'éviter ce risque, les sociétés de gestion devraient être autorisées à mettre en place un mécanisme de gestion de la liquidité consistant à permettre de compenser des demandes de retrait effectuées par des associés d'une SCPI avec des souscriptions réalisées par d'autres associés au cours des mois passés dans la même SCPI (le « **Mécanisme de Compensation Différée** »).

Le Mécanisme de Compensation Différée, qui apparaît tout à fait compatible avec le cadre réglementaire applicable²⁸, pourrait être acté dans la doctrine de l'AMF.

Dans un souci de protection de l'ensemble des associés et investisseurs, le Mécanisme de Compensation Différée pourrait être encadré par les mesures suivantes :

- il serait adopté par une décision des associés se prononçant dans les conditions prévues pour les décisions prises en assemblées générales extraordinaires ;

- il serait mentionné dans les statuts et une description plus détaillée de ses modalités de fonctionnement figurerait dans la note d'information. Une information spécifique serait en outre insérée dans l'avertissement de la note d'information et dans le bulletin de souscription ;
- en cas de collecte négative sur une période de compensation donnée, ce mécanisme ne pourrait être mis en œuvre par la société de gestion qu'après avoir informé le conseil de surveillance de la SCPI ;
- les fonds issus des souscriptions affectées au Mécanisme de Compensation Différée ne pourront jamais excéder 5 % de la valeur de souscription de la SCPI.

Recommandation

Introduire le Mécanisme de Compensation Différée dans l'instruction de l'AMF n°2019-24.

Possibilité d'appliquer une décote sur les actifs immobiliers en vue de permettre ou d'encadrer la liquidité des parts

Les fonds immobiliers allemands (*Immobilien-Sondervermögen*) prévoient la possibilité de céder les actifs à un prix décoté par rapport à la valeur d'expertise, en vue de permettre la liquidité des parts, lorsque les actifs liquides mobilisables à court terme ne sont pas suffisants pour honorer les demandes de retrait. Un mécanisme équivalent pourrait être envisagé dans les fonds français.

De plus, avant d'envisager la cession en tant que telle des actifs immobiliers, la société de gestion devrait être autorisée à ajuster à la baisse la valeur liquidative des fonds immobiliers afin d'anticiper dans l'intérêt des porteurs l'accroissement des demandes de retrait.

Recommandation

Autoriser les sociétés de gestion à céder des actifs à un prix décoté par rapport à leur valorisation ou à ajuster la valeur liquidative des fonds immobiliers en anticipation d'une décollecte importante.

^{28/} Les retraits seraient bien compensés par des souscriptions conformément à l'article 422-230 du règlement général de l'AMF, et le fait que le capital de la SCPI diminue en raison de l'utilisation des souscriptions intervenues au cours des mois précédents est parfaitement compatible avec les principes de droit commun applicables à toutes sociétés civiles à capital variable qui prévoient que le capital de ces sociétés peut augmenter et diminuer du fait des retraits (C.civ. art.1845-1 al. 2 et C.com. art. L. 231-5).

Négociation des titres sur un système multilatéral de négociations

Un moyen de fluidifier la liquidité des parts ou actions des fonds immobiliers pourrait être d'offrir la possibilité aux porteurs de céder leurs titres sur un marché secondaire, et plus précisément sur un système multilatéral de négociation (**SMN**).

L'article L. 424-1 du Code monétaire et financier définit un SMN comme « *un système qui, sans avoir la qualité de marché réglementé, assure la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des instruments financiers, de manière à conclure des transactions sur ces instruments* ».

L'exploitation d'un SMN constitue un service d'investissement visé à l'article L. 321-1 8° du Code monétaire et financier, qui ne peut donc être fourni que par un prestataire de services d'investissement dûment agréé à cet effet³⁰.

D'un point de vue juridique, la possibilité de faire admettre des parts ou actions sur un SMN n'est aujourd'hui prévue que pour certains types de fonds³¹. Or, les textes relatifs aux OPCI ne prévoient pas expressément cette possibilité.

S'agissant des SCPI, la réglementation existante prévoit l'existence d'un marché secondaire des parts comme mécanisme inhérent au fonctionnement des SCPI. Il ne serait donc pas nécessaire de s'interroger sur la possibilité de mettre en place un autre type de marché secondaire sous la forme d'un SMN.

Il pourrait néanmoins être pertinent de prévoir la possibilité pour les SCPI à capital fixe de conclure des contrats de liquidités (à l'instar des sociétés cotées) avec des prestataires de services d'investissement afin d'améliorer la liquidité / « lisser les cours » de ces marchés secondaires.

Recommandation

Modifier l'article D. 214-32-31 du Code monétaire et financier pour permettre aux parts ou actions d'OPCI d'être négociées sur un SMN.

^{29/} L'article 257 du Kapitalanlagegesetzbuch précise notamment que :

- la société de gestion doit suspendre les rachats de parts si les instruments et liquidités à court terme/facilement mobilisables du fonds sont insuffisants pour honorer les rachats et continuer d'assurer une gestion courante appropriée ou ne sont pas immédiatement disponibles. Afin d'honorer les remboursements, la société de gestion doit procéder à la vente des actifs du fonds à des conditions raisonnables ;
- si ces instruments et liquidités demeurent insuffisants 12 mois après la suspension du rachat, alors la société de gestion doit maintenir le gel des rachats et lever des liquidités supplémentaires en procédant à la vente des actifs du fonds avec la possibilité d'appliquer une décote allant jusqu'à 10 % de la valeur de ces actifs ;
- si ces instruments et liquidités ne sont toujours pas suffisants 24 mois après la suspension du rachat, la société de gestion doit maintenir le gel des rachats et procéder à la vente des actifs du fonds avec la possibilité d'appliquer une décote allant jusqu'à 20 % de la valeur de ces actifs.

^{30/} L'article D. 321-1 8° du Code monétaire et financier dispose que « constitue le service d'exploitation d'un système multilatéral de négociation le fait de gérer un ou plusieurs systèmes mentionnés à l'article L. 424-1 ».

^{31/} À savoir notamment pour les OPCVM, FIVG, FPS, fonds de capital investissement et fonds professionnels à vocation générale. V. notamment Code monétaire et financier, art. D. 214-32-31.

Capitaliser sur les nouveaux concepts introduits dans la Loi Pacte

La loi du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (**Loi Pacte**) a introduit la notion de « raison d'être » d'une société ainsi que celle de société à mission.

L'article 1835 du Code civil prévoit désormais la faculté d'insérer dans les statuts de toute société une « **raison d'être** ». Celle-ci est constituée « des principes dont la société se dote et pour le respect desquels elle entend affecter des moyens dans réalisation de son activité : la finalité de la société ne se limite pas alors à la seule recherche d'un profit ».

Ce nouveau dispositif est une option facultative offerte aux sociétés, aux groupements de personnes et groupements d'intérêt économique ainsi qu'aux associations.

Aucune société n'a l'obligation de se doter d'une raison d'être à l'exception des sociétés à mission, nouveau concept introduit par la Loi Pacte dont l'existence d'une raison d'être constitue une condition d'accès à cette qualité.

La qualité de **société à mission** permet à une entreprise de faire publiquement état de cette qualité de société à mission en précisant sa **raison d'être** ainsi qu'un ou plusieurs objectifs sociaux et environnementaux qu'elle se donne pour mission de poursuivre dans le cadre de son activité. Pour bénéficier du statut de société à mission, plusieurs conditions doivent être remplies³² :

- être dotée d'une raison d'être inscrite dans les statuts ;
- préciser un ou plusieurs objectifs sociaux et environnementaux que la société se donne pour mission de poursuivre dans le cadre de son activité ;
- définir des modalités de suivi de l'exécution de cette mission (constitution d'un comité de mission distinct des organes sociaux chargé du suivi de l'exécution par la direction de la mission contenue dans la raison d'être de la société) ;

- recourir à un organisme tiers indépendant pour vérifier la réalisation de ces objectifs ;
- et déclarer sa qualité de société à mission auprès du greffe du tribunal de commerce pour publication au Registre du commerce et des sociétés.

L'introduction des concepts de raison d'être et de société à mission poursuit le double objectif de favoriser la croissance et le financement des entreprises pour créer de l'emploi et repenser la place de l'entreprise dans la société, en lien avec les trois piliers du développement durable (économique, social et environnemental). Cette introduction s'inscrit également dans la tendance de fond du développement des indicateurs d'actions ou de performance extra-financiers dans l'univers de la gestion d'actifs. Ce développement vise notamment à prendre en compte, dans les décisions d'investissement et d'engagement des entreprises, des facteurs environnementaux, sociaux ou de gouvernance (ESG) à l'instar du label ISR.

Pour l'heure, si l'obtention du statut d'entreprise à mission ne confère pas d'avantages financiers, fiscaux ou sociaux, il permet toutefois à l'entreprise d'ancrer des objectifs sociaux et environnementaux dans le cadre de la conduite de ses activités.

Recommandation

Encourager les sociétés de gestion à se doter d'une raison d'être ou à obtenir le statut de société à mission afin qu'elles intègrent de manière plus franche dans leurs objectifs les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance.

³²/ C.com., art. L.210-10 et s.

Maintenir la possibilité pour les sociétés de gestion de conduire des activités annexes.

En juin 2019, l'AMF a lancé une consultation privée auprès des différents gestionnaires de fonds immobiliers et des associations professionnelles sur la question des « autres activités annexes » pouvant être réalisées par les sociétés de gestion de FIA.

L'objet de cette étude était de faire un état des lieux des pratiques des sociétés de gestion afin de préparer les négociations avec l'*European Securities and Markets Authority (ESMA)* concernant un futur Q&A traitant des activités annexes.

Cette consultation, dont le taux de participation a été très significatif, démontre que plus de 55 % des sociétés de gestion qui ont répondu aux questionnaires³³ sont concernées par la fourniture d'autres activités annexes³⁴.

Ces activités annexes concernent notamment la fourniture de prestations de services à des entités du groupe dans une optique de mutualisation des moyens, la gestion administrative et comptable d'OPC ou la gestion de mandats civils immobiliers relevant de la Loi Hoguet (gestion et transaction immobilières).

Depuis l'arrêt du 23 décembre 2020³⁵, on notera que les activités exercées par les entreprises d'investissement autres que celles relatives à la fourniture de services d'investissement ou des services connexes ne sont plus limitées à 20 % de leur résultat net bancaire³⁶. D'autres acteurs, dont l'activité et le cadre réglementaire sont très proches de ceux des sociétés de gestion, sont donc désormais autorisés à réaliser sans contrainte des activités dites « non financières », dès lors que ces activités sont, directement ou indirectement, liées aux activités réglementées³⁷.

Ces activités, et tout particulièrement la dernière mentionnée ci-dessus, représentent des enjeux majeurs à la fois réglementaires et financiers pour les sociétés de gestion de fonds immobiliers en raison du fait que certaines d'entre elles sont constitutives d'une modalité d'exercice du métier de gestionnaire d'actifs immobiliers pour compte de tiers et qu'elles répondent à un besoin spécifique du client et gagnent à être gérées au sein de la structure régulée (en effet, les prestations sont souvent rendues dans un cadre intragroupe et/ou à des clients occasionnels).

C'est la position que l'ASPIM a fait valoir auprès de la Commission européenne suite à la publication de sa proposition législative sur la révision des directives AIFM et OPCVM publiée le 25 novembre 2021 qui comporte plusieurs modifications portant notamment sur les activités auxiliaires pour les FIA uniquement.

Recommandation

Maintenir la possibilité pour les sociétés de gestion de conduire des activités annexes à côté de la gestion de fonds, notamment en lien avec celles relevant de la Loi Hoguet (gestion et transactions immobilières).

33/ 381 sociétés de gestion ont été interrogées. 81 % (309) d'entre elles ont répondu. 55 % (171) ont déclaré fournir des prestations accessoires.
34/ AMF, Questionnaire sur les activités annexes à la gestion, juin 2019.
35/ Arrêté du 23 décembre 2020 modifiant l'arrêté du 5 septembre 2007 relatif aux autres activités des entreprises d'investissement.
36/ Arrêté du 5 septembre 2007 relatif aux activités autres que les services d'investissement et les services connexes pouvant être exercées par les entreprises d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille, tel que modifié par l'arrêté du 23 décembre 2020 précité.
37/ Article 4 de l'arrêté du 5 septembre 2007 modifié.

Intervenir sur des points d'amélioration ciblés

Réintroduire les mesures nécessaires au fonctionnement des SCPI adoptées dans le cadre du vote la Loi Pacte, avant d'être censurées par le Conseil constitutionnel

Dans le cadre de la Loi Pacte, trois amendements avaient été adoptés par les parlementaires en vue d'améliorer le fonctionnement des SCPI. Ils ont finalement été déclarés inconstitutionnels par le Conseil constitutionnel, non pas en opportunité mais pour des considérations de pure procédure tenant à leur absence de lien, même indirect, avec

l'objet de la Loi Pacte. Ils ne pouvaient donc pas être jugés recevables.

L'opportunité de ces amendements pour les SCPI n'a toutefois jamais été contestée, et c'est la raison pour laquelle il est important de les réintroduire.

Offrir la possibilité aux SCPI de détenir à titre accessoire des meubles affectés aux immeubles loués

Afin de permettre aux SCPI de répondre aux enjeux de l'évolution contemporaine de la gestion locative et de la transition énergétique, et de favoriser les financements des résidences gérées (i.e. offrant des services para-hôtelières), il conviendrait d'inclure, dans l'objet des SCPI et dans la liste des actifs éligibles prévus respectivement aux articles L. 211-114 et L. 214-115 du Code monétaire et financier, la possibilité de détenir à titre accessoire des biens meubles affectés aux immeubles loués, en ce y compris des certificats d'économie d'énergie³⁸.

Il peut être souligné que la loi n° 2015-990 du 6 août 2015³⁹ avait introduit dans l'objet des OPC I la possibilité à titre accessoire, d'« acquérir, directement ou indirectement, en vue de leur location, des meubles meublants, des biens d'équipement ou tous biens meubles affectés aux immeubles détenus et nécessaires au fonctionnement, à l'usage ou à l'exploitation de ces derniers par un tiers »⁴⁰, et avait modifié en conséquence la liste des actifs éligibles⁴¹.

La formulation suffisamment large retenue pour les OPC I pourrait ainsi être transposée aux SCPI.

38/ Article L. 221-8 du Code de l'énergie
39/ Loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques.
40/ Article L. 214-34 du Code monétaire et financier.
41/ Article L. 214-36 1°, et 2° b) du Code monétaire et financier.

Préciser les modalités de détention indirecte des actifs immobiliers par les SCPI

Possibilité de détenir des actifs immobiliers par l'intermédiaire de plusieurs SCI sous-jacentes

L'article L. 214-115 2° du Code monétaire et financier dispose que l'actif d'une SCI, dans laquelle est investie une SCPI, « est principalement composé d'immeubles acquis ou construits en vue de la location ou de droits réels portant sur de tels biens », et que les autres actifs détenus par cette SCI sont, de manière limitative, « des avances en compte courant, des créances résultant de leur activité principale ou des liquidités mentionnées au 4° ». Il apparaît donc qu'une SCI ne peut détenir de participation dans une autre SCI.

En pratique, ce point constitue une contrainte juridique dans le cadre de nombreux schémas d'acquisition d'actifs immobiliers par des SCPI.

En contradiction apparente avec ce qui précède, l'article R. 214-156 du Code monétaire et financier dispose que « les participations directes ou indirectes dans des sociétés mentionnées au 2° du I de l'article L. 214-115 peuvent représenter jusqu'à 100 % de l'actif d'une société civile de placement immobilier ». La rédaction de cet article, de nature réglementaire, semble envisager qu'une SCPI puisse investir dans une SCI qui détient une participation dans une autre SCI.

Un schéma identique existe pour les OPCI.

À ce titre, l'article L. 214-36 2° du Code monétaire et financier applicable aux OPCI prévoit expressément que l'actif des SCI intermédiées peut être composé principalement d'immeubles ou « de participations directes ou indirectes dans des sociétés répondant au présent 2° ». La réglementation applicable aux OPCI offre donc la possibilité à ces véhicules d'investir dans une SCI qui détient une participation dans une autre SCI. En conséquence, afin d'aligner les textes législatifs et réglementaires applicables aux SCPI et harmoniser le régime applicable aux SCPI sur celui des OPCI, il conviendrait de modifier l'article L. 214-115 I 2° b) afin de permettre aux SCPI de détenir un actif immobilier par l'intermédiaire d'une participation directe ou indirecte dans une SCI.

Extension de la nature des sociétés immobilières éligibles à l'actif des SCPI

L'article L. 214-115 I 2° du Code monétaire et financier dispose que les SCPI peuvent investir dans « des parts de sociétés de personnes ».

Compte tenu de la collecte importante ces dernières années réalisée par les SCPI, de la nécessité de diversifier leurs investissements et des opportunités intéressantes d'acquisition d'actifs immobiliers à l'étranger, les SCPI ont investi une partie de leur actif, en conformité avec leur stratégie d'investissement telle que définie dans leur note d'information visée par l'Autorité des marchés financiers, dans des actifs immobiliers situés hors de France. Dans la plupart de ces opérations, la question de l'acquisition par l'intermédiaire de sociétés ad hoc (SPV) s'est posée. La difficulté a toutefois porté sur la nature juridique de la société intermédiaire éligible, la plupart des droits étrangers ne connaissant pas de structure comparable aux sociétés de personnes de droit français.

Une modification de l'article L. 214-115 I du Code monétaire et financier apparaît donc nécessaire afin de faciliter les investissements des SCPI à l'étranger.

Ce point peut être mis en perspective avec les récentes modifications apportées par l'ordonnance n° 2017-1432 du 4 octobre 2017, qui a introduit dans la liste des actifs éligibles aux SCPI « les instruments financiers à terme mentionnés au III de l'article L. 211-1 », offrant la possibilité aux SCPI de conclure des instruments dérivés afin de couvrir notamment le risque de change et facilitant ainsi les investissements à l'étranger.

En outre au niveau national, de nombreuses opérations de cessions d'actifs immobiliers se réalisent désormais sous la forme de *share deal* et non d'*asset deal*. Ces opérations présentent en effet certains avantages, que ce soit pour le vendeur qui détient l'actif par l'intermédiaire d'une société dédiée (transfert de la société, et donc de l'actif et du passif de cette dernière), formalisme

juridique allégé (acte sous seing privé possible, absence de nécessité de procéder à la liquidation de la société, etc.) ou pour l'acquéreur qui peut notamment bénéficier en acquérant les parts ou actions d'une société de la transmission de garanties initialement accordées au vendeur (garantie de paiement des loyers, etc.), de la cession de différents contrats (baux, prêts, contrats d'asset et de *property*, etc.) et de la reprise d'autorisations administratives (ICPE, etc.).

L'impossibilité réglementaire pour les SCPI d'investir dans des actifs immobiliers détenus par l'intermédiaire de sociétés de capitaux ne leur permet pas de se positionner efficacement et de manière concurrentielle sur certaines opportunités d'investissement, alors que les autres investisseurs (institutionnels, véhicules de droit français tels que OPCI, FPCI, FPS ou fonds d'investissement étrangers) ne sont soumis à aucune restriction équivalente.

Dans ce contexte, sur un modèle comparable à celui existant pour les OPCI et prévu au 3° de l'article L. 214-36 du Code monétaire et financier, il conviendrait de prévoir que les SCPI ont la possibilité de détenir des actifs immobiliers par l'intermédiaire de sociétés de capitaux. Cela permettrait également de faciliter les investissements à l'étranger.

Ajuster ponctuellement les textes applicables aux SCPI et OPCI

Plus généralement, un toilettage des textes applicables aux SCPI et OPCI, sans en bouleverser l'économie générale, pourrait être proposé.

Permettre à la SCPI d'émettre des catégories de parts

La plupart des fonds d'investissement ont la possibilité d'émettre différentes catégories de parts ou d'actions afin de s'adapter aux besoins financiers des investisseurs (parts de capitalisation ou de distribution), à ceux des canaux de distribution (parts dédiées) ou à une catégorie d'investisseurs (parts grand public et parts réservées aux investisseurs institutionnels).

Recommandation

Afin de renforcer l'attractivité des SCPI pour les investisseurs et de leur permettre de jouir d'une plus grande flexibilité dans la composition de leur actif, une réflexion pourrait être ouverte sur l'opportunité d'introduire les propositions formulées dans le cadre des amendements précités dans le cadre d'un nouveau véhicule législatif.

Recommandation

Permettre à la SCPI d'émettre différentes catégories de parts dans les conditions fixées par ses statuts et selon les prescriptions du règlement général de l'Autorité des marchés financiers en modifiant l'art. L. 214-114 du Code monétaire et financier.

42/ Ordonnance n° 2017-1432 du 4 octobre 2017 portant modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs et du financement par la dette.

Clarifier la possibilité pour une SCPI de donner des sûretés réelles et personnelles dans le cadre des financements

Si l'art. R. 214-107 du Code monétaire et financier prévoit expressément qu'un OPCI peut recevoir ou octroyer des sûretés réelles sur les immeubles ou droits réels ou sur les parts ou actions de sociétés qu'il détient, ainsi que des sûretés personnelles afférentes à ces mêmes actifs, les textes applicables à la SCPI méritent d'être clarifiés.

Recommandation

Modifier le I de l'art. L. 214-102 du Code monétaire et financier en reprenant la rédaction de l'art. R. 214-107 du même code applicable aux OPCI.

Supprimer la condition de détention du capital pour octroyer des comptes courants à ses filiales

Pour faire face à la croissance de leurs besoins de financement et dans une période d'augmentation des taux d'intérêt, les fonds d'investissement immobilier doivent combiner le financement bancaire avec une autre source de financement notamment en quasi-fonds propres, ce qui passe par le renforcement des avances en compte courant consenties aux filiales détenant leurs actifs. Disposer d'un pourcentage du capital est aujourd'hui source de difficulté compte tenu de la taille croissante des transactions immobilières et de la multiplication des co-investissements : disposer d'une seule action devrait être suffisant.

Recommandation

Modifier le II de l'art. L. 214-102 du Code monétaire et financier en supprimant la condition de détention de 5 % pour la SCPI ainsi que l'art. L. 214-42 du même code en supprimant la condition de détention de 10 % pour les OPCI.

Clarifier la possibilité pour les sociétés de gestion de ne pas devoir disposer de cartes Loi Hoguet pour gérer les filiales de leurs fonds

L'article 2 de la Loi dite « Hoguet »⁴³ vient exclure l'application de la réglementation des activités immobilières à certaines personnes, dont les OPCI, OPCI professionnels et SCPI, sauf lorsqu'elles gèrent des actifs immobiliers faisant l'objet de mandats de gestion spécifiques (art. 2, §7). En revanche, le texte ne prévoit pas explicitement une exclusion pour la gestion des filiales de fonds, ni des fonds d'investissement autres que les OPCI, OPCI professionnels et SCPI, à savoir les FIA par objet. La Commission estime qu'une SGP gérant des SCPI, OPCI ou OPPCI détenant directement ou indirectement des actifs immobiliers n'a pas à détenir de carte Loi Hoguet, sauf en cas de détention indirecte via une SCI si la SGP n'est pas gérante de ladite SCI, car il ne s'agit pas d'une gestion pour compte de tiers.

Recommandation

Prévoir au § 7 de l'art. 2 de la Loi Hoguet également l'exclusion des filiales de fonds immobiliers et des FIA par objet.

43/ Loi n° 70-9 du 2 janvier 1970 réglementant les conditions d'exercice des activités relatives à certaines opérations portant sur les immeubles et les fonds de commerce

II. Axes d'amélioration pour une meilleure adéquation du droit des fonds d'investissement et du droit des sociétés

Le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP) a publié en avril dernier son rapport sur l'adéquation du droit des sociétés d'investissement et du droit des sociétés. Ce rapport s'intéresse à la compétitivité de la place de Paris en matière de création de fonds d'investissement. Il fait suite aux travaux d'un groupe d'experts (professionnels de la gestion d'actifs, avocats, universitaires, autorités de tutelle) présidé par Stéphane Puel, auquel l'ASPIM a contribué pour la partie relative aux fonds immobiliers. Compte tenu de la taille de l'industrie de la gestion collective en France et de son rôle dans l'attractivité de la Place financière de Paris, l'objectif du groupe de travail a été de s'interroger à la fois sur (i) la réglementation actuelle des sociétés d'investissement et le point de savoir si elle est construite de manière cohérente et optimale par rapport au droit commun des sociétés et (ii) sur les améliorations ou les réformes à prévoir afin de corriger certaines distorsions ou incohérences. Le rapport contient des propositions concrètes et techniques visant à améliorer le fonctionnement des sociétés d'investissement en droit français. En ce qui concerne les SCPI et les SPPICAV, les axes d'amélioration retenus sont notamment ceux traités ci-après.

Améliorer l'organisation des assemblées générales

Simplification des quorums

Compte tenu de l'intérêt très modéré porté par les actionnaires aux assemblées des SICAV, le législateur a déjà adopté des règles de quorum allégées pour ces dernières (OPCVM et FIA) et les SPPICAV.

Pour ces structures, les AGO peuvent se tenir sans quorum dès la première convocation.

En revanche pour les AGE le quorum du Code de commerce reste requis sur première convocation (25 %). L'absence de quorum n'est admise que pour la deuxième convocation (Code monétaire et financier, L. 214-7-2).

L'obligation de tenir une deuxième AGE en cas d'absence de quorum sur la première convocation paraît constituer une contrainte inutile en raison du désintérêt massif des investisseurs pour ces réunions. Cette obligation de tenir une deuxième réunion allonge les délais de réalisation des opérations de réorganisation de gammes de produits (opérations de fusion par exemple). Il convient de préciser que cette simplification ne devrait pas pénaliser les intérêts des actionnaires

les plus concernés par ce type d'opération. En effet, en application des exigences de l'AMF et s'agissant des fonds ouverts à des investisseurs non-professionnels, les investisseurs bénéficient d'une information préalable et détaillée sur l'opération projetée (principe de la transmission aux porteurs / actionnaires d'une « lettre aux porteurs »).

Recommandation

Modifier l'article L. 214-103 du Code monétaire et financier pour supprimer l'exigence d'un quorum pour les assemblées générales extraordinaires dès leur première convocation et aligner ainsi leur fonctionnement sur celui des AGO et modifier l'article L. 214-24-31 du même code pour étendre en miroir cette modification du fonctionnement des AG d'OPCVM aux dispositions correspondantes pour les sociétés d'investissement ayant le statut de FIA.

Envoi / mise à disposition par voie électronique du rapport annuel des SCPI

L'article R. 214-144 du Code monétaire et financier exige encore l'envoi par courrier postal des documents préparatoires aux associés des SCPI incluant notamment les rapports de gestion, le bilan et le compte de résultat. La seule alternative à cet envoi postal est, en cas d'accord de l'associé, la transmission par courrier électronique.

Compte tenu des coûts importants générés par ces envois, il apparaît pertinent de limiter l'envoi des différents rapports par courrier postal en permettant leur transmission par courrier électronique ou la mise à disposition sur le site internet de la société de gestion. Les textes actuels prévoient les procédures suivantes :

- soit la SGP transmet les documents d'AG en pièce jointe de la convocation papier par voie postale ;
- soit elle les transmet en pièce jointe d'e-mail de convocation si l'associé a préalablement donné son accord à un envoi électronique.

Participation dématérialisée et vote électronique à l'AG des SCPI

Le succès commercial de la SCPI non démenti depuis plusieurs années a démultiplié le nombre d'associés. Ces derniers, contrairement aux investisseurs dans les autres catégories de fonds d'investissement, se montrent assez impliqués dans la vie sociale du véhicule. Par conséquent, les assemblées générales réunissent un nombre croissant d'associés (parfois des centaines) et il devient pour les sociétés de gestion de plus en plus difficile matériellement de les organiser en présence physique et leur tenue s'avère surtout de plus en plus coûteuse.

Les textes applicables à la SCPI n'interdisent pas le recours à des modalités dématérialisées de leur tenue (à savoir participation en ligne et vote électronique), mais ne les mentionnent pas expressément, contrairement à ce qui existe pour les sociétés cotées, les SICAV SA ou plus généralement les SA.

Recommandation

Il est proposé pour alléger ces coûts, tout en mettant en place des règles similaires à celles applicables aux SICAV SA (telles que prévues par le Code de commerce) en matière de mise à disposition/envoi des documents joints aux convocations, de modifier l'article R. 214-144 du Code monétaire et financier pour :

- **maintenir l'envoi postal ou par e-mail de la convocation ;**
- **permettre que les documents aujourd'hui joints à cette convocation soient mis à disposition des associés (envoi « seul », sans pièces jointes, de la convocation par voie postale ou e-mail) ;**
- **et octroyer à l'associé un droit de consultation au siège social de la SCPI et sur le site internet de la société de gestion.**

Recommandation

Prévoir expressément la possibilité pour les associés de SCPI une participation dématérialisée et un vote électronique à l'assemblée générale.

Sécuriser les modalités d'affectation du résultat et la distribution d'une fraction des actifs d'un OPCI

Affectation du résultat

La définition des sommes distribuables dans le Code monétaire et financier conduit à considérer que les reports à nouveau des sommes distribuables (tant sur la part relative au résultat net que sur la part relative aux plus et moins-values réalisées) ne peuvent être que positifs. Il en résulte que, lorsque les sommes distribuables de l'exercice constituent une perte pour ce qui concerne le résultat net – ou une moins-value nette, celles-ci semblent devoir être capitalisées et non reportées à nouveau.

Certaines sociétés de gestion de portefeuille gérant des OPCI ont exprimé le souhait de pouvoir reporter à nouveau les sommes distribuables négatives d'un exercice donné – tant sur le résultat

net que sur les moins-values nettes réalisées -, notamment en raison de l'insuffisance éventuelle de liquidités pouvant résulter de cette situation et pouvant obérer la capacité distributive l'année de retour à des sommes distribuables positives.

Recommandation

Offrir la possibilité de pouvoir reporter à nouveau les sommes distribuables négatives d'un exercice donné.

Distribution d'une fraction de l'actif net

Les modalités de variabilité du capital d'un OPCI sont définies par le Code monétaire et financier comme résultant de souscriptions ou de rachats de parts. Pour autant, les articles du Code de commerce relatifs aux augmentations et/ou réductions de capital ne sont pas formellement exclus par disposition expresse du Code monétaire et financier. Une note détaillée de l'ANSA est notamment venue détailler cette analyse.

Lors de la cession d'actifs détenus par un OPCI, la plus ou moins-value de cession est inscrite parmi les sommes distribuables et est en règle générale incluse dans la base de calcul des obligations de distribution. En revanche, le solde du prix de cession, correspondant de fait à tout – cession avec plus-value réalisée – ou partie – cession avec moins-value réalisée – du prix de revient initial de l'actif concerné est inscrit en compte de disponibilité et ne peut être directement reversé aux investisseurs, notamment dans le cas où aucun nouvel investissement n'est envisagé. Il en résulte que les OPCI peuvent alors se trouver, en raison

de cet afflux de cash non investi, en situation de ne plus respecter leurs ratios de composition de l'actif, ces sommes non investies ne contribuant pas, par ailleurs, à plus de performance du véhicule. La même situation peut se produire en cas de mise en place d'un financement pour un actif initialement financé exclusivement en capital à son acquisition.

Face à cette difficulté, la pratique actuelle consiste à réaliser des opérations de « réduction de capital » par application des dispositions du Code de commerce. Toutefois, les spécificités de fonctionnement des OPCI complexifient la formalisation de ces opérations : difficulté d'appréhension de la notion de valeur nominale dans les OPCI, variabilité du capital, absence de dispositions statutaires sur le montant effectif du capital, fiscalité des réductions de capital en cas de sommes distribuables résiduelles, etc.

Les fonds de capital investissement (ouverts tant à des investisseurs professionnels que non professionnels) et les fonds professionnels spécialisés présentent des caractéristiques de fonctionnement proches de celles des OPCV, notamment en ce qui concerne (i) les dispositions de variabilité du capital et (ii) les modalités pratiques d'investissement et de désinvestissement. Pour ces véhicules, qui peuvent être également constitués sous la forme de copropriété – FCP – ou sociétale – SICAV voire SLP pour les fonds professionnels spécialisés – une disposition du Code monétaire et financier permet de procéder, le cas échéant à l'issue d'une période d'investissement, à la distribution d'une fraction des actifs (cf. récapitulatifs des articles concernés ci-après).

Ces dispositions pourraient être étendues aux OPCV de manière à permettre une gestion mieux adaptée des situations post cession.

Ces dispositions pourraient être définies parmi les dispositions communes des OPCV ouverts à des investisseurs non professionnels, dans la tranche d'articles applicables également aux OPCV ouverts à des investisseurs professionnels.

Redéfinir les contours du conseil de surveillance de la SCPI

Encadrer le nombre de membres dans une nouvelle fourchette

Les textes actuels imposent un minimum de sept membres associés de la SCPI au conseil de surveillance (art. L. 214-99 du Code monétaire et financier). Or, régulièrement, les sociétés de gestion ne réussissent pas à obtenir le minimum de candidats au moment de la constitution de la SCPI ou pour le renouvellement du conseil en cours de vie. D'autant plus que les textes ne proposent aucune solution en cas de blocage, ce qui oblige les sociétés de gestion à mettre en œuvre des procédures complexes (appels à candidature répétés) et parfois coûteuses (par exemple l'achat de parts afin que des collaborateurs de la société de gestion deviennent membres, ce qui est problématique en cas de marché secondaire inexistant).

Recommandation

Inclure un V dans l'article D. 214-124 du code monétaire et financier pour que la société de gestion puisse procéder à la distribution en numéraire d'une fraction des actifs du fonds.

Recommandation

Modifier l'article L. 214-99 du Code monétaire et financier afin d'encadrer le nombre de membres du conseil de surveillance dans une fourchette de trois à douze (sauf exceptions liées à fusion).

Supprimer tout pouvoir de gestion

Le conseil de surveillance de la SCPI est un organe de gouvernance par lequel les associés sont, plus que dans les autres types de fonds d'investissement, impliqués dans le contrôle de la société de gestion, mais également dans la gestion de la société, ce qui constitue une particularité dans l'univers des placements collectifs dits « grand public ». Ce dispositif « historique » avait un sens à une époque où la SCPI n'était qu'une société civile – certes particulière – et non pas un FIA. Mais, depuis la transposition en droit français de la Directive AIFM, la SCPI est devenue un FIA au sens de ladite directive. Or, cette dernière dispose que pour un FIA qui n'est pas autogéré (ce qui est le cas pour la SCPI), son « gestionnaire » (en droit français, sa société de gestion) est l'entité « qui exerce au moins les fonctions de gestion des

investissements ». Par conséquent, toute disposition légale ou réglementaire de droit français permettant à un organe interne d'un FIA de gérer ledit FIA serait en contravention avec la directive AIFM.

Recommandation

Il est proposé de supprimer la prérogative de gestion du conseil de surveillance prévue par l'alinéa 2 de l'article L. 214-99 du Code monétaire et financier, puisqu'elle est contraire à une norme européenne supérieure.

Se limiter à l'intervention d'un seul expert immobilier dans les opérations d'apport dans les OPCV

Depuis la transposition de la directive AIFM ayant permis aux OPCV professionnels de n'avoir qu'un expert immobilier, la pratique généralement observée pour les OPCV ouverts à des investisseurs professionnels est de ne faire intervenir qu'un seul expert immobilier dans les opérations d'apport (incluant les opérations de fusion). Toutefois, le texte⁴⁴ n'a pas été mis à jour sur ce point lors de la transposition de la directive AIFM.

Par conséquent, même si la Compagnie Nationale des Commissaires aux comptes a considéré, dans ses avis techniques relatifs aux opérations d'apport et aux opérations de fusion qu'il ne s'agissait pas d'une anomalie susceptible de remettre en cause l'opération, une mention explicite en est toutefois prévue dans le rapport à émettre.

Recommandation

Modifier l'article L. 214-149 du Code monétaire et financier pour ne plus prévoir que l'intervention d'un seul expert immobilier dans les opérations d'apport dans les OPCV.

⁴⁴/ Article L. 214-66 du Code monétaire et financier : « [...] Le commissaire aux comptes apprécie, sous sa responsabilité, la valeur de tout apport en nature, au vu de l'estimation réalisée par deux experts externes en évaluation désignés par la société de gestion. Le rapport du commissaire aux comptes est joint aux statuts et déposé au greffe du tribunal. Les statuts contiennent l'évaluation des apports en nature effectués lors de la constitution de la société de placement à prépondérance immobilière à capital variable. Les apports en nature effectués au cours de la vie de la société font l'objet d'une information des actionnaires dans les conditions définies par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Les statuts ne peuvent prévoir d'avantages particuliers. Un décret en Conseil d'État détermine les conditions d'application du présent alinéa. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe, le cas échéant par dérogation au deuxième alinéa de l'article L. 225-128 du Code de commerce, les conditions des apports effectués tant à la constitution qu'au cours de la vie de la société. »

Supprimer l'interdiction d'effectuer des souscriptions par compensation de créances pour les OPCI professionnels

Les OPCI professionnels reçoivent de manière fréquente des avances en compte courant de leurs associés. Dans le cadre de la gestion du ratio d'endettement, ces avances peuvent être réduites concomitamment à la réalisation de conversion. Toutefois, la réglementation ne permet pas la souscription par compensation de créances, contrairement aux sociétés de droit commun. Il est rappelé que cette possibilité nécessite en tout état de cause l'intervention du commissaire aux comptes qui atteste du montant de cette créance et de son caractère liquide et exigible.

Afin d'éviter les flux de trésorerie et de faciliter la réalisation d'opérations courantes, il est demandé de permettre la libération des souscriptions aux OPCI professionnels par compensation avec des créances certaines, liquides et exigibles, en appliquant les dispositions applicables aux sociétés commerciales (arrêté de compte relatif à la créance par le représentant légal, attestation par le commissaire aux comptes, etc.).

Par ailleurs, il conviendrait que les OPCI aient également la possibilité d'effectuer une souscription libérée partiellement en numéraire et partiellement en nature, de telle sorte que la réalisation d'un apport en nature n'interdise pas l'utilisation du recours à la libération fractionnée du capital.

Redéfinir le calcul du ratio d'endettement dans les OPCI ayant recours à des opérations de crédit-bail

L'article R.214-104 du Code monétaire et financier relatif à la détermination du ratio d'endettement a été modifié par décret du 17 septembre 2020 afin d'intégrer la mention suivante :

« Les dettes comprennent également celles résultant des droits détenus en qualité de créancier afférents à des contrats de crédit-bail immobilier. »

Cette modification est applicable à compter du 1^{er} octobre 2020.

Pour mémoire, ce nouvel alinéa vient traduire dans les dispositions réglementaires la doctrine de l'AMF qui faisait intégrer systématiquement une précision dans les prospectus des OPCI, ouverts à des

investisseurs non professionnels comme professionnels, indiquant que le ratio d'endettement défini devait être considéré, « y compris les opérations de crédit-bail ».

L'objectif poursuivi était de permettre une information plus « juste » des investisseurs, en intégrant l'effet de levier généré par l'acquisition d'actifs via des opérations de crédit-bail, d'autant plus important en début de contrat.

Si le numérateur du ratio d'endettement (i.e. le montant d'endettement à prendre en compte) a été modifié par ce décret pour intégrer la dette résultant des droits détenus en qualité de créancier, il n'y a en revanche eu aucune modification de la définition du dénominateur (i.e. montant des actifs immobiliers à prendre en compte comme

Recommandation

Exclusion de l'article L. 214-66 paragraphe 3 du Code monétaire et financier pour les OPCI professionnels et modification dudit article pour permettre aux OPCI d'effectuer une souscription libérée partiellement en numéraire et partiellement en nature.

base). L'article R.214-104 prévoit ainsi de prendre au dénominateur les « actifs mentionnés aux 1^o à 4^o du I de l'article R. 214-87 », ceux-ci incluant les droits de crédit-preneur détenus directement par l'OPCI ou par l'intermédiaire de sociétés à prépondérance immobilière non cotées.

De manière littérale, et si l'on considère un OPCI exclusivement investi en droits de crédit-preneur, le ratio tel que défini par le décret précité se calculerait ainsi :

Dette de crédit-bail / droit de crédit-preneur

soit, compte-tenu de la définition du droit de crédit-preneur, i.e. valeur de l'actif sous-jacent diminué de la dette résiduelle actualisée :

Dette de crédit-bail /
(immeuble - dette de crédit-bail)

Cette dichotomie d'approche entre le montant du numérateur et du dénominateur conduit au calcul d'un ratio d'endettement non économique. Ainsi, notamment, en début de contrat, le ratio d'endettement tend vers l'infini (la valeur du droit étant nulle), alors que le financement est, de fait, de 100 %.

L'article R.214-104 ne s'applique pas aux OPCI ouverts à des investisseurs professionnels. Toutefois, certains prospectus comportent une référence explicite à cet article pour ce qui concerne les modalités de détermination du ratio d'endettement. Par ailleurs, cet article s'applique de plein droit aux OPCI ouverts à des investisseurs non professionnels.

L'application à la lettre de l'article R.214-104 tel qu'il est rédigé actuellement pourrait conduire certains véhicules à ne pas respecter, depuis le 31 décembre 2020, le ratio d'endettement maximal tel qu'il est défini dans leur prospectus, notamment dès lors que des contrats récents figurent à leur actif.

- Prise en compte par transparence des emprunts conclus par des OPCI détenus

Les dispositions légales prévoient notamment les dispositions suivantes en matière de modalités de calcul par transparence du ratio d'endettement au titre d'OPCI détenus :

- au numérateur : montant des emprunts conclus par des OPCI détenus, au prorata du pourcentage de détention,

- au dénominateur le montant des parts et actions d'OPCI détenus, correspondant à l'actif net - déduction faite des emprunts -. En effet, pour ce qui concerne les OPCI détenus, la référence est faite non pas au montant des actifs détenus par transparence mais directement à la valeur de la participation.

Si les structurations actuelles limitent l'investissement en parts et actions d'OPCI, la dichotomie d'approche entre la définition du numérateur et du dénominateur peut également conduire à un ratio d'endettement non économique.

Recommandation

Modification de l'article R.214-104 du Code monétaire et financier.

Officialiser la décimalisation des parts de SCPI

Les sociétés de gestion et investisseurs peuvent avoir un intérêt à fractionner les parts ou actions des OPC, ce qui constitue une pratique répandue depuis longtemps.

Or, le Code monétaire et financier demeure silencieux sur cette possibilité, et ce notamment pour les parts de SCPI pour lesquelles la question fait débat. S'agissant des sociétés d'investissement constituées sous la forme de sociétés commerciales (SA, SAS), le Code monétaire et financier gagnerait également à la clarifier, le Code de commerce ne l'interdisant pas sans toutefois la prévoir expressément. Il est donc proposé de clarifier dans le Code monétaire et financier la possibilité de fractionner les parts ou actions pour tous les types d'OPC.

Cette modification doit être étendue aux autres FIA par nature. Il est précisé que, s'agissant des SICAF, le fractionnement ne devrait pas conduire à contourner les articles L. 214-130 à L. 214-132, qui conditionnent l'exercice de certains droits (offre au public et démarchage auprès d'investisseurs autres que des investisseurs qualifiés) et de certaines exigences (émission d'actions nouvelles assorties d'un droit préférentiel de souscription) au montant des actions ; la valeur des fractions d'actions des SICAF devrait donc correspondre aux seuils prévus par ces articles.

Recommandation

Ouvrir la possibilité de la décimalisation des parts de SCPI dans le Code monétaire et financier, et de manière plus générale aux autres FIA par nature.

02

Propositions de mesures d'amélioration du régime fiscal

I. Modernisation des OPCI/SCPI

Extension du régime d'exonération d'IS prévu par l'article 208 C III-bis (filiales de SPICAV) aux SCI ayant opté pour l'impôt sur les sociétés

• **L'article 208 C III bis du CGI dispose que :**

« Les sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés mentionnées au 3° du I de l'article L. 214-36 du code monétaire et financier et qui ont un objet identique à celui des sociétés d'investissements immobiliers cotées visées au I peuvent opter dans les conditions du III pour le régime d'imposition prévu au II lorsqu'elles sont détenues à 95 % au moins, directement ou indirectement et de manière continue au cours de l'exercice, individuellement ou conjointement par une ou plusieurs sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable mentionnées au 3° nonies de l'article 208 ou par une ou plusieurs sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable mentionnées au 3° nonies de l'article 208 et une ou plusieurs sociétés d'investissements immobiliers cotées visées au I ».

Le 3° du I du L.214-36 du Code monétaire et financier vise (i) les sociétés de personnes autres que celles visées aux 2° et (ii) les sociétés autres que des sociétés de personnes. Ces sociétés doivent satisfaire notamment à la condition de la responsabilité limitée de leurs associés / actionnaires au montant de leurs apports.

Les sociétés civiles immobilières ayant opté pour leur assujettissement à l'impôt sur les sociétés en application de l'article 206, 3, b du CGI ne sont pas visées par le 3° du I du L.214-36 du Code monétaire et financier dans la mesure où la responsabilité de leurs associés / actionnaires n'est pas limitée au montant de leurs apports.

Il existe donc une distorsion de traitement entre les sociétés de capitaux (SA, SAS...) qui peuvent

opter pour le régime d'exonération des SIIC d'une part, et les SCI soumises à l'impôt sur les sociétés d'autre part, qui ne se justifie ni sur le plan fiscal (leurs régimes fiscaux sont identiques), ni sur le plan économique.

Cette distorsion de traitement peut constituer un frein à la liquidité des SCI ayant opté pour l'impôt sur les sociétés.

• **Coût pour le Trésor public :** néant

• **Texte à modifier :** le III bis de l'article 208 C du CGI

• **Proposition rédactionnelle de l'article 208 C III bis du CGI**

« Les sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés **de plein droit ou sur option** mentionnées au 2° et 3° du I de l'article L. 214-36 du code monétaire et financier et qui ont un objet identique à celui des sociétés d'investissements immobiliers cotées visées au I peuvent opter dans les conditions du III pour le régime d'imposition prévu au II lorsqu'elles sont détenues à 95 % au moins, directement ou indirectement et de manière continue au cours de l'exercice, individuellement ou conjointement par une ou plusieurs sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable mentionnées au 3° nonies de l'article 208 ou par une ou plusieurs sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable mentionnées au 3° nonies de l'article 208 et une ou plusieurs sociétés d'investissements immobiliers cotées visées au I ».

Extension du régime d'exonération d'IS prévu par l'article 208 C III-bis (filiales de SPPICAV) aux revenus issus de la location meublée

La Loi Macron de 2015 a étendu l'objet social des OPC et leur a permis d'effectuer des opérations de location en meublé exonérées d'impôt sur les sociétés sous condition de distribution. Les OPC détiennent généralement leurs actifs au travers de filiales pour des raisons liées au financement et à la nécessité pour les établissements bancaires de limiter leur niveau de risque aux seuls risques de l'investissement financé. L'absence d'alignement des deux textes crée des difficultés lorsque les actifs des OPC sont détenus au travers de filiales. Il conviendrait d'aligner les deux régimes et dès

lors de modifier le texte afin d'étendre le régime de l'article 208 C du CGI aux locations en meublé.

- **Coût pour le Trésor public :** à évaluer
- **Texte à modifier :** le II de l'article 208 C du CGI
- **Proposition rédactionnelle**
Au premier alinéa du II de l'article 208 C, après les mots « pour la fraction de leur bénéfice provenant de la location des immeubles », ajouter les mots « y compris les loyers issus de biens meublés ».

Rachat par une SPPICAV de ses propres actions : extension de l'exonération du droit d'enregistrement de 5 % lorsque l'actionnaire qui demande le rachat de ses actions est un OPC constitué sur le fondement d'un droit étranger situé dans un État membre de l'UE ou dans un État conventionné comparable aux OPC français

- **L'article 825 du CGI dispose que :**

« Le rachat par une société de placement à prépondérance immobilière à capital variable de ses propres actions est soumis à un droit d'enregistrement au taux fixé au 2° du I de l'article 726 lorsque le porteur des actions se trouve dans l'un des cas mentionnés aux a et b de l'article 730 quinquies. Toutefois, ce droit d'enregistrement ne s'applique pas lorsque le porteur qui demande le rachat de ses parts est lui-même un organisme de placement collectif immobilier. »

La dernière phrase de l'article 825 du CGI exonère du droit d'enregistrement de 5 % le rachat des parts d'une SPPICAV lorsque le porteur de parts (indépendamment du seuil de détention de 20 % visé à l'article 730 quinquies) est un OPC.

L'application de l'exonération du droit d'enregistrement aux rachats demandés par des organismes de placement collectif, constitués sur le fondement d'un droit étranger situés dans un

État membre de l'UE ou dans un autre État ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales présentant des caractéristiques comparables aux organismes de placement collectif français, a besoin d'être clarifiée.

La distorsion de traitement entre les OPC et les OPC étrangers comparables serait contraire aux principes communautaires d'égalité de traitement et de libre circulation des capitaux.

Cette mesure améliorerait la compétitivité des SPPICAV pour les OPC étrangers.

- **Coût pour le Trésor public :** à évaluer
- **Texte à modifier :** article 825 du CGI
- **Proposition rédactionnelle de l'article 825 du CGI**

« Le rachat par une société de placement à prépondérance immobilière à capital variable de ses propres actions est soumis à un droit d'enregistrement au taux fixé au 2° du I de l'article 726 lorsque le porteur des actions se trouve dans l'un des cas mentionnés aux a et b de l'article 730 quinquies. Toutefois, ce droit d'enregistrement ne s'applique pas lorsque le porteur qui demande le rachat de ses parts est lui-même un organisme

de placement collectif immobilier ou organisme de placement collectif constitué sur le fondement d'un droit étranger situé dans un État membre de l'Union Européenne ou dans un autre État ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales satisfaisant aux conditions visées aux 1° et 2° du 2 de l'article 119 bis. »

Instauration d'un régime de neutralité fiscale des fusions entre SCPI au regard de l'imposition de plus-values et des droits d'enregistrement

Les fusions de SCPI présentent un coût fiscal élevé pour leurs associés, lesquels sont essentiellement des personnes physiques ayant diversifié leur épargne dans la pierre-papier.

En effet, la fusion entre 2 SCPI entraîne :

- l'imposition des plus-values latentes effectuées, pour la part revenant aux associés personnes physiques selon les règles prévues pour les plus-values des particuliers (art. 150 U et suivants du CGI) avec à titre dérogatoire la possibilité de compenser les plus ou moins-values au taux de 19 %,
- l'assujettissement de ces plus-values aux contributions sociales,
- l'application de la taxe sur les plus-values supérieures à 50 000 € prévue par l'article 1609 nonies G du CGI,
- et l'application des droits d'enregistrement de 5 % sur les apports à titre onéreux.

L'absence de régime de faveur des fusions pour les SCPI constitue une rupture d'égalité avec les autres fonds immobiliers pour lesquels des régimes de neutralité fiscale des restructurations existent (sous certaines conditions).

Un régime de faveur des fusions de SCPI (notamment de SCPI de taille moyenne) présenterait un avantage économique pour les porteurs de parts puisque ces fusions permettent une diminution des coûts de gestion de ces véhicules.

Le coût élevé est un frein aux opérations de fusion, l'octroi d'un régime de faveur ne pèserait donc pas sur les finances publiques.

- **Coût pour le Trésor public :** extrêmement faible
En effet, très peu de fusions de SCPI ont été réalisées à ce jour en raison de leur coût fiscal prohibitif pour les porteurs de parts.

- **Textes :** créer un nouvel article 239 septies A suivant l'article 239 septies du CGI

- **Proposition rédactionnelle**
Après l'article 239 septies du CGI, introduire un nouvel article 239 septies A rédigé comme suit :

I. Les dispositions des articles 150-0 A, 150 U, 244 bis A et 1609 nonies G du présent code, et de l'article L.136-7 du Code de la sécurité sociale ne sont pas applicables aux gains nets réalisés lors d'une opération de fusion ou d'absorption d'une société civile de placement immobilier mentionnée à l'article 239 septies par une autre société civile de placement immobilier mentionnée au même article 239 septies.

II. En cas de vente ultérieure des biens ou droits apportés à l'occasion d'une opération visée au I, la plus-value imposable en application des articles 150-0 A, 150 U, 244 bis A et 1609 nonies G du présent code, et de l'article L.136-7 du Code de la sécurité sociale est calculée par référence, le cas échéant, au prix ou à la valeur d'acquisition des biens ou droits apportés.

- III. Lorsque les parts de la société civile de placement immobilier absorbée sont inscrites à l'actif d'une entreprise, les profits ou les pertes réalisés par les porteurs à l'occasion des opérations de fusion ou d'absorption peuvent être compris dans les résultats de l'exercice au cours duquel les titres reçus à l'occasion de l'opération de fusion ou d'absorption sont cédés. Les plus ou moins-values dégagées lors de la cession ultérieure de ces actifs sont déterminées par rapport à la valeur que ces actifs avaient d'un point de vue fiscal avant l'opération de fusion ou d'absorption.
- IV. Les opérations de fusion ou d'absorption entre sociétés civiles de placement immobilier visées à l'article 239 septies sont exonérées de droits d'enregistrement et de la taxe de publicité foncière.
- V. Les personnes placées sous le régime prévu au présent article sont soumises aux obligations définies à l'article 54 septies du Code général des impôts.
- VI. Les dispositions du présent article s'appliquent aux opérations de fusion et d'absorption réalisées à compter du 1^{er} janvier 2020.

Alignement du taux de l'*exit tax* sur celui de l'IS

Le taux de l'IS baisse chaque année pour atteindre 25 % en 2022. Le taux général de retenue à la source, de même que le prélèvement prévu à l'article 244 bis A du CGI, se sont alignés sur cette baisse. Il conviendrait d'en faire de même pour le coût d'entrée dans le régime de l'article 208 C du CGI et de fixer le taux de l'*exit tax* à 50 % du taux de l'IS. Cette disposition nous paraît essentielle au regard notamment du Brexit et de la nécessité pour les véhicules d'investissement immobilier de rester compétitifs.

• **Coût pour le Trésor public : à évaluer**

• **Texte à modifier :** le IV de l'article 219 du CGI

• **Proposition rédactionnelle**

Au premier alinéa du IV de l'article 219, remplacer « 19 % » par « 50 % du taux normal de l'impôt visé au I ».

II. Structuration internationale

Permettre l'application de la procédure dite « simplifiée » aux distributions effectuées par les SPPICAV au bénéfice de leurs investisseurs étrangers

• **Difficultés identifiées**

Les distributions effectuées par les SPPICAV ne peuvent pas bénéficier de la procédure dite « simplifiée » permettant l'application immédiate des taux réduits de retenue à la source prévus par les conventions signées par la France. Ainsi, l'établissement payeur n'est pas autorisé à prélever directement le taux réduit conventionnel et doit systématiquement prélever la retenue à la source au taux prévu par le droit interne, l'excédent de retenue à la source, déterminé par référence au taux conventionnel, étant ensuite remboursé au vu des justificatifs fournis par l'investisseur étranger. Cette situation procède de la position retenue dans la doctrine administrative qui exclut du bénéfice de la procédure dite « simplifiée » les distributions payées par les sociétés d'investissement exonérées⁴⁵.

• **Proposition**

Il est demandé l'abrogation de cette exclusion qui conduit à alourdir les procédures d'application des avantages conventionnels et nuit à la compétitivité des SICAV en général, et des SPPICAV en particulier (dès lors qu'elles seraient éligibles à la convention fiscale considérée), a fortiori pour ces dernières qui sont soumises à des obligations de distribution annuelles.

• **Coût pour le Trésor Public**

Nul (si on exclut le décalage de trésorerie : la proposition revient à appliquer directement le taux réduit conventionnel sans passer par la procédure de réclamation/remboursement). L'application de la procédure simplifiée permettrait également la suppression des coûts liés au traitement desdites réclamations.

• **Texte à modifier :**

BOFIP, BOI-INT-DG-20-20-20-20120912, n° 30

• **Proposition rédactionnelle**

« *Peuvent bénéficier de cette procédure, tous les dividendes payés par des sociétés qui sont, au sens des conventions, des résidents de France (ce qui inclut les distributions effectuées par les sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable mentionnées au 3^o nonies de l'article 208 du Code général des impôts lorsqu'elles sont considérées comme des résidents de France au sens de la convention fiscale considérée).* »

^{45/} Exclusion justifiée à l'origine par le fait que cette procédure était réservée aux dividendes de source française ouvrant droit au transfert de l'avoir fiscal en vertu d'une convention fiscale (Inst 4 J-1-05, n° 4).

Permettre aux SPPICAV de procéder à un « couponnage » des revenus français ou étrangers qu'elles distribuent à leurs investisseurs non-résidents

• Difficultés identifiées

Les SICAV qui procèdent à des distributions au profit d'investisseurs non-résidents bénéficient de la procédure dite du « couponnage », qui permet de ventiler la distribution entre les différentes catégories de revenus qui la composent et de soumettre chacune au régime fiscal qui lui est propre (BOFiP, BOI-RPPM-RCM-10-40-20160711, n° 100 et suivants)⁴⁶.

• Proposition

Il est demandé de permettre aux SPPICAV de procéder à un couponnage équivalent entre leurs revenus de source française et leurs revenus de source étrangère pouvant avoir déjà supporté localement l'impôt étranger, afin de permettre la distribution des revenus de source étrangère à des investisseurs étrangers en franchise de retenue à la source en France, ceci afin d'assurer la neutralité de traitement entre l'investissement direct et l'investissement intermédiaire.

Cette solution permettrait de ne pas assujettir les revenus de source étrangère ayant déjà supporté l'impôt localement à un deuxième niveau d'imposition par la France lors de leur redistribution aux investisseurs non-résidents. En outre, une telle mesure renforcerait l'attractivité de la SPPICAV tant au niveau de la diversification de ses investissements hors de France, qu'au niveau de la collecte de fonds auprès d'investisseurs français et étrangers.

• Coût pour le Trésor Public : à évaluer

• Texte à introduire :

BOFiP, BOI-RPPM-RCM-10-40-20160711, n° 130

• Proposition rédactionnelle

« Les sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable mentionnées au 3° nonies de l'article 208 du CGI (SPPICAV) sont également admises à ventiler les revenus qu'elles distribuent à leurs actionnaires non-résidents de France en tenant compte de l'État de la source (France ou étranger). Les conséquences fiscales qu'emporte cette mesure sont identiques à celles exposées au II-B § 110. Ainsi, et sous réserve de la remarque 1, la fraction des sommes distribuées correspondant aux revenus de source étrangère de la SPPICAV, distribués par la SPPICAV à ses actionnaires non-résidents, ne supporte aucun prélèvement ou retenue au titre de l'impôt français. Ces revenus transitent donc dans la SPPICAV en franchise d'impôt français. »

^{43/} « Les distributions de revenus effectuées par les SICAV à leurs actionnaires non-résidents sont en principe imposables selon le régime des produits d'actions. Toutefois, il est admis que les SICAV puissent « couponner » les revenus qu'elles distribuent à leurs actionnaires non-résidents de France, c'est-à-dire ventiler ces revenus en tenant compte de l'État de leur source (France ou étranger) et de leur nature juridique (revenus d'obligations, dividendes, etc.). Les revenus encaissés et redistribués par les SICAV conservent à la fois leur source française ou étrangère et leur qualification propre de produits de placements à revenu fixe (intérêts et assimilés) ou à revenu variable (dividendes et assimilés), comme s'ils étaient directement versés par l'entreprise distributrice aux porteurs de parts non-résidents.

Remarque 1 : il est précisé que cette tolérance ne s'applique pas lorsque les revenus distribués par la SICAV sont payés dans un ETNC au sens de l'article 238-0 A du CGI. Dans ce cas, ces revenus demeurent en tout état de cause soumis à une imposition à la source au taux majoré de 75 % (CGI, art. 187-2).

Remarque 2 : sous réserve de la remarque 1, la fraction des sommes réparties correspondant aux revenus de valeurs mobilières étrangères distribués par la SICAV à ses actionnaires non-résidents ne supporte aucun prélèvement ou retenue au titre de l'impôt français. Ces revenus transitent donc dans la SICAV en franchise d'impôt français. »

Recentrer la notion de prépondérance immobilière sur les seuls actifs immobiliers situés en France pour les besoins de l'impôt sur les sociétés

La loi de finances pour 2008 (art. 14 de la loi n°2007-1822 du 24 décembre 2007) a mis fin à l'application du régime des plus ou moins-values à long terme aux plus et moins-values de cession de titres de sociétés à prépondérance immobilière (ci-après « SPI »), et a donc soumis ces plus ou moins-values à une imposition au taux normal de l'impôt sur les sociétés. Cet article a également inséré une nouvelle définition légale des SPI en reprenant, au premier alinéa du a sexies-0 bis du I de l'article 219 du code général des impôts, la définition des SPI de l'ancien article 46 quater-0 RH de l'annexe III au CGI. Ainsi, selon cette définition, est à prépondérance immobilière la société dont l'actif est constitué pour plus de 50 % d'actifs immobiliers, que ces actifs soient localisés en France ou hors de France.

Il est proposé d'étendre le bénéfice du régime des plus et moins-values à long terme (prévu au a du I de l'article 219 du code général des impôts) aux sociétés dont l'actif est majoritairement constitué d'actifs immobiliers détenus hors de France (détenus directement ou indirectement).

Cette proposition vise à exclure de la notion de SPI, les entités pour lesquelles la prépondérance immobilière est acquise du fait de la détention d'actifs en dehors de France et ainsi exonérer d'impôt sur les sociétés les opérations de cession portant sur les titres de ces entités (sous réserve de la réintégration d'une quote-part de frais et charge, au taux actuel de 12 % dans la base imposable) au lieu de soumettre ces opérations à une imposition au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés, qui ne paraît pas justifiée dès lors que les actifs concernés ne sont pas principalement situés en France.

Cette proposition a pour objectif de favoriser, dans le cadre d'un environnement fiscal européen concurrentiel, l'activité des sociétés de gestion (ainsi que les autres opérateurs de l'industrie immobilière) situées en France en améliorant la compétitivité des entités immobilières françaises dont les OPC. Il s'agit de permettre aux sociétés de gestion d'investir dans l'immobilier hors de France depuis des structures situées en France, au lieu de créer des structures localisées à l'étranger, où le taux de l'impôt sur les sociétés pratiqué sur la cession des titres des

véhicules immobiliers dans les autres pays d'Europe est en général faible voire nul, afin d'y réaliser ces investissements.

L'application du régime des plus ou moins-values à long terme aux structures françaises détenant des actifs immobiliers localisés à l'étranger permettra de réduire le coût de sortie de l'investisseur au moment de la cession de ses parts, lequel sera limité à l'imposition d'une quote-part de frais et charges. Ainsi, l'opportunité fiscale de la localisation d'une structure d'acquisition d'actifs immobiliers hors de France sera réduite, dans la mesure où l'écart d'imposition effective entre les deux pays ne compensera plus dans tous les cas les coûts d'implantation et de fonctionnement d'une structure localisée hors de France.

• Coût pour le Trésor public : à évaluer

• **Texte à modifier :** 1^{er} alinéa du a sexies-0 bis) du I de l'article 219 du Code général des impôts

• Proposition rédactionnelle

Modifier les dispositions du premier alinéa du a sexies-0 bis) du I de l'article 219 du Code général des impôts comme suit : « a sexies-0 bis) Le régime des plus et moins-values à long terme cesse de s'appliquer à la plus ou moins-value provenant des cessions de titres de sociétés à prépondérance immobilière non cotées réalisées à compter du 26 septembre 2007. Sont considérées comme des sociétés à prépondérance immobilière les sociétés dont l'actif est, à la date de la cession de ces titres ou a été à la clôture du dernier exercice précédant cette cession, constitué pour plus de 50 % de sa valeur réelle par des immeubles situés en France, des droits portant sur des immeubles situés en France, des droits afférents à un contrat de crédit-bail conclu dans les conditions prévues au 2 de l'article L. 313-7 du code monétaire et financier ou par des titres d'autres sociétés à prépondérance immobilière. Pour l'application de ces dispositions, ne sont pas pris en considération les immeubles ou les droits mentionnés à la phrase précédente lorsque ces biens ou droits sont affectés par l'entreprise à sa propre exploitation industrielle, commerciale ou agricole ou à l'exercice d'une profession non commerciale. »

III. Amortissement fiscal des dépenses immobilisées induites par les travaux de rénovation énergétique

• Difficultés identifiées

Il s'agit d'une réflexion relative au traitement fiscal des investissements liés à la rénovation énergétique des bâtiments dans les SCPI et OPCI. En effet, il existe des mécanismes d'aide à la rénovation pour les particuliers (exemple : Ma Prim'Rénov), mais aucune aide à ce stade pour les propriétaires/bailleurs professionnels, d'autant plus qu'il existait déjà par le passé des mécanismes d'amortissement (exemple : dispositifs Perissol, Besson et Robien).

Il a été estimé qu'il ne s'agissait pas de s'orienter vers une modification du plan comptable des SCPI et OPCI, mais plutôt d'une modification de leur traitement fiscal, à savoir : obtenir un dispositif de déductibilité fiscale sur les revenus pour ce type de travaux (sans impacter la capacité de distribution des fonds). En effet, l'introduction d'un dispositif d'amortissement comptable viendra inéluctablement impacter la capacité distributive des fonds et, au vu de la fiscalité des revenus fonciers, ne viendra pas forcément diminuer la base imposable. Par conséquent, il a été convenu plutôt de s'orienter vers un dispositif permettant en comptabilité, l'immobilisation des travaux, et en fiscalité, leur passage en charge.

• Proposition

Les travaux de rénovation énergétique donneraient lieu à un amortissement sur une période de 3 ans et seraient fiscalement déductibles, quelle que soit leur nature, de l'assiette des revenus (revenus fonciers et BIC) perçus par les investisseurs comme suit :

- travaux pris en compte : les travaux de rénovation énergétique à la charge du fonds (nature des travaux à négocier avec le ministère de la Transition écologique, mais qui pourraient être ceux attachés aux certificats d'économie d'énergie) ;
- nature des immeubles : pas uniquement le logement (Loi climat), mais aussi les bureaux, commerces, etc. (Décret tertiaire) ;
- textes source : normes environnementales présentes (Décret tertiaire, Loi climat) et à venir.

• Coût pour le Trésor Public : à évaluer

• **Texte à introduire :** le b) quinquies du 1° du I de l'art. 31 du CGI, le §2 du 2° du 1 de l'article 39 du CGI et l'article 220 septdecies du CGI

• Propositions rédactionnelles

Après le b) quater du 1° du I de l'article 31 du Code général des impôts, il est inséré un b) quinquies ainsi rédigé :

« *b quinquies) un amortissement calculé sur une période de trois ans du montant des dépenses supportées par une société civile de placement immobilier mentionnée aux articles L. 214-86 et suivants du code monétaire et financier, par un fonds de placement immobilier mentionné aux articles L. 214-71 et suivant du même code et par les autres catégories de fonds d'investissement alternatifs mentionnés à l'article L. 214-1 du même code - à l'exception des sociétés à prépondérance immobilière à capital variable mentionnées à l'article L. 214-62 du même code -, au titre des travaux d'amélioration de la qualité énergétique afférents à leur patrimoine immobilier, quelle que soit la nature des locaux, qu'ils soient détenus directement ou indirectement, à l'exclusion des frais correspondant à des travaux de construction, de reconstruction ou d'agrandissement. La liste des travaux d'amélioration de la qualité énergétique est définie par décret. La période d'amortissement a pour point de départ le premier jour du mois de l'achèvement de ces travaux. »*

Après le premier alinéa du 2° du 1 de l'article 39 du Code général des impôts, il est inséré un deuxième paragraphe ainsi rédigé :

« Par dérogation à ce qui précède, un amortissement calculé sur une période de trois ans du montant des dépenses supportées par une société civile de placement immobilier mentionnée aux articles L. 214-86 et suivants du code monétaire et financier, par un fonds de placement immobilier mentionné aux articles L. 214-71 et suivant du même code et par les autres catégories de fonds d'investissement alternatifs mentionnés

à l'article L. 214-1 du même code - à l'exception des sociétés à prépondérance immobilière à capital variable mentionnées à l'article L. 214-62 du même code -, au titre des travaux d'amélioration de la qualité énergétique afférents à leur patrimoine immobilier, quelle que soit la nature des locaux, qu'ils soient détenus directement ou indirectement, à l'exclusion des frais correspondant à des travaux de construction, de reconstruction ou d'agrandissement. La liste des travaux d'amélioration de la qualité énergétique est définie par décret. La période d'amortissement a pour point de départ le premier jour du mois de l'achèvement de ces travaux. »

Il est inséré à la Section V du Chapitre II du Titre Premier de la Première Partie du Livre Premier du Code général des impôts l'article suivant :

« 13° : *Crédit d'impôt en faveur des travaux d'amélioration de la qualité énergétique (article 220 septdecies)*

Article 220 septdecies : Les Sociétés de Placement à Prépondérance Immobilière à Capital Variable

mentionnées à l'article L. 214-62 du code monétaire et financier et les Sociétés Professionnelles de Placement à Prépondérance Immobilière à Capital Variable mentionnées à l'article L. 214-148 et à l'article L. 214-191 du même code peuvent bénéficier d'un crédit d'impôt restituable au titre des dépenses liées à des travaux d'amélioration de la qualité énergétique de leur patrimoine immobilier, quelle que soit la nature des locaux, et qu'ils soient détenus directement ou indirectement. La liste des travaux d'amélioration de la qualité énergétique est définie par décret. Le crédit d'impôt est égal à un tiers du montant desdits travaux.

Ce crédit d'impôt restituable constitue une créance sur l'État d'un montant égal et ne constitue pas un produit soumis aux obligations de distribution mentionnées à l'article L. 214-69 du code monétaire et financier. »

IV. Traitement fiscal des « fonds viager »

• Difficultés identifiées

L'ASPIM et la DG Trésor ont eu l'occasion d'échanger l'an dernier sur l'idée d'un élargissement de l'objet social des FIA immobiliers (SCPI, OPCI) afin d'inclure l'acquisition de biens dans le cadre d'opérations de viager, dans un contexte où seuls les biens acquis en vue de leur location sont aujourd'hui éligibles. L'objet de cette mesure serait de développer de nouvelles sources de financement privé de la dépendance et plus largement des dépenses associées au grand âge, en levant une barrière réglementaire qui empêche ce jour la constitution de fonds immobiliers de viager (hors recours à la catégorie des « autres FIA », tels que les SCI).

Dans le cadre de ces réflexions et du projet de loi « Grand âge et autonomie », la DG Trésor a sollicité en avril dernier l'ASPIM sur des propositions rédactionnelles qui auront vocation à être insérées dans ce projet de loi, notamment sur 2 points importants :

- le champ des transactions couvertes par l'évolution de l'objet social et des actifs éligibles de ces fonds (plusieurs options rédactionnelles sont soumises à votre appréciation) ;
- les conditions de cession du patrimoine immobilier acquis dans le cadre d'opérations de viager (seuil réglementaire applicable aux SCPI, notamment).

• Propositions

- Concernant l'objet social des SCPI / OPCI : L'ASPIM préconise d'élargir l'objet social des OPCI et SCPI à une notion plus large que celle du viager, qui serait celle du démembrement.

Le fonds pourrait réaliser des investissements en démembrement : il acquiert la nue-propriété du bien auprès du promoteur (pour environ 70 % du prix), alors que le bailleur en acquiert l'usufruit. Le bailleur gère et loue les logements pendant la durée du démembrement (environ 15 ans). Le fonds récupère pleinement la propriété au bout

de 15, 20 ans. La reconstitution de la pleine propriété permet ainsi de recréer de la valeur à terme.

Une hypothèse serait à étudier plus en détail : l'usufruit pourrait ne porter que sur une quote-part de l'immeuble, ce qui permettrait de garantir des revenus au véhicule sur la part non démembrée.

Par ailleurs, l'ASPIM souhaite également que soient réintroduites ses propositions adoptées lors du vote de la Loi PACTE relative à l'extension de l'objet social des SCPI concernant les meubles meublants et l'éligibilité des sociétés commerciales. Ceci permettrait aux SCPI de répondre aux demandes spécifiques de services aux seniors.

- Concernant la revente des immeubles :

La SCPI a une obligation de conserver ses actifs pendant cinq ans avant de les céder (pour éviter l'activité de marchand de biens avec l'achat/revente). Une exception est prévue dans le Code monétaire et financier et prévoit la possibilité pour la SCPI de céder des actifs qui représentent 2 % de son patrimoine, avant l'expiration des cinq ans. Il est ici proposé dans la consultation de la DG Trésor de passer ce seuil de 2 % à 5 %.

Inclure une limite à la cession des actifs dans le cadre d'acquisition en viager ne fait pas sens, la revente de l'immeuble au terme de l'usufruit faisant partie même du montage. Il n'est en effet pas possible de connaître ou garantir dès le départ la durée du viager. Dans ce cas précis, l'ASPIM préconise de supprimer toute limite à la cession lorsque la SCPI/l'OPCI fait du viager.

Mais si la volonté n'est pas de cantonner l'élargissement de l'objet social au viager (extension au démembrement), nous sommes pour toute augmentation de ce seuil, et avons donc proposé de ramener le seuil de 2 % à 15 % (contre 5 % proposés par la DG Trésor).

V. Intégration au BOFIP de décisions rendues par rescrit

Fusion-absorption d'une SPPICAV par une autre SPPICAV

- **Textes:** CGI, art. 210 A et art. 210 C (personnes « passibles » de l'IS)
- **Solutions administratives:** BOI-IS-FUS-10-20-20 n° 10, rescrit individuel
- **Proposition:** publier le rescrit
- **Coût pour le Trésor public:** néant

Fusion-absorption d'une société ayant opté pour l'article 208 C par une SPPICAV

- **Textes:** CGI, art. 210 A et art. 210 C (personnes « passibles » de l'IS)
- **Solutions administratives:** BOI-IS-FUS-10-20-20 n° 10, rescrits individuels
- **Proposition:** publier le rescrit et, lorsque la société absorbée a un secteur taxable (au titre d'une activité accessoire ou d'un résultat financier positif), demander la possibilité d'appliquer le régime de neutralité de l'article 210 A au titre de l'activité exonérée transférée sous condition d'appliquer les conséquences de la cessation d'entreprise pour l'activité taxable transférée.
- **Coût pour le Trésor public:** néant

Comparabilité de certains fonds étrangers (en particulier les fonds ouverts allemands) à des OPCI

- **Développement**
Certains fonds étrangers, en particulier les fonds ouverts allemands, ont obtenu des rescrits permettant (i) à leurs succursales françaises d'être exonérées d'IS sur le fondement de l'article 208, 3° nonies du CGI et à (ii) leurs filiales françaises constituées sous forme de sociétés de capitaux d'être exonérées d'impôt sur les sociétés en application de l'article 208 C-III bis du CGI. Il conviendrait d'acter de ces positions individuelles dans la doctrine publiée.
- **Coût pour le Trésor public:** néant
- **Texte à modifier:** BOI-IS-CHAMP-30
- **Proposition:** publier le rescrit et introduire un nouveau chapitre au titre 3 du BOI-IS-CHAMP reprenant lesdits rescrits.

Conséquences de l'option pour le régime de l'article 208 C du CGI par des filiales de SPPICAV (et préciser que les conséquences décrites dans le cadre du régime SIIC sont applicables)

- **Développement**
Le III bis de l'article 208 C permet à une filiale de SPPICAV, ou une filiale détenue par une ou plusieurs SIIC et une ou plusieurs SPPICAV remplissant certaines conditions, d'opter pour le régime d'exonération du même article. Cette option entraîne les conséquences de la cessation d'entreprises qui ont été précisément décrites s'agissant uniquement des filiales de SIIC optant pour le régime d'exonération dans la doctrine de l'administration fiscale (BOI-IS-CHAMP-30-20-20 n°80 et suivants). Cette doctrine prévoit notamment, s'agissant des titres de filiales qui optent également pour le régime d'exonération, que les plus-values latentes afférentes à ces titres ne sont pas imposables lors de l'option pour le régime d'exonération. Il serait souhaitable que cette doctrine, de même que celle commentant la répartition des charges et produits entre le secteur exonéré et le secteur imposable (BOI-IS-CHAMP-30-20-30) et celle commentant les obligations de distribution (BOI-IS-CHAMP-30-20-40) s'agissant des paragraphes 1 à 50, et 70, soient étendues aux filiales de SPPICAV optant pour le régime de l'article 208 C du CGI.

- **Coût pour le Trésor public:** néant

- **Texte à modifier:** BOI-IS-CHAMP-30

- **Proposition rédactionnelle:** publier le rescrit. Il convient également de (i) rajouter dans le titre III: Exonérations, un tiret au §20 : « - les sociétés à prépondérance immobilière à capital variable (**chapitre 10, BOI-IS-CHAMP-30-100**) et (ii) de rédiger le chapitre X comme suit:

« 1. Les sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés mentionnées au 3° du I de l'article L. 214-36 du code monétaire et financier et qui ont un objet identique à celui des sociétés d'investissements immobiliers cotées visées au I de l'article 208 C peuvent opter dans les conditions du III du même article pour le régime d'imposition prévu au II du même article lorsqu'elles sont détenues à 95 % au moins, directement ou indirectement et de manière continue au cours de l'exercice, individuellement ou conjointement par une ou plusieurs sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable mentionnées au 3° nonies de l'article 208 ou par une ou plusieurs sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable mentionnées au 3° nonies de l'article 208 et une ou plusieurs sociétés d'investissements immobiliers cotées visées au I.

10. La condition d'objet identique à celui des sociétés d'investissements immobiliers cotées est appréciée dans les mêmes conditions qu'au paragraphe C. L'objet social du BOI-IS-CHAMP-30-20-10.

20. Les commentaires figurant aux BOI-IS-CHAMP-30-20-20, BOI-IS-CHAMP-30-20-30 et BOI-IS-CHAMP-30-20-40 (paragraphe 1 à 50 et 70) s'appliquent aux sociétés qui optent conformément au III bis de l'article 208 C pour le régime visé au II du même article. »

Conséquences de la transformation d'une société de capitaux en SPPICAV

• Développement

La transformation d'une société en SPPICAV entraîne une cessation d'entreprise au niveau fiscal dont les conséquences sont régies par le 2 de l'article 221 du CGI. La plus-value latente constatée par la société au moment de sa transformation en SPPICAV sur les titres des SCIs relevant de l'article 8 et sur les biens immobiliers est imposée au taux de 19 % conformément au IV de l'article 219 du CGI. Il en est de même pour la plus-value latente sur les titres des SAS et SARL détenus par la société et qui vont opter pour le régime de l'article 208 C du CGI. Or, s'agissant des sociétés optant pour le régime SIIC et placées dans la même situation qu'une SAS/SARL se transformant en SPPICAV, l'administration fiscale admet au §150 du BOI-IS-CHAMP-30-20-20-20120312, « pour éviter une imposition à la fois chez l'associé qui a opté et dans la filiale concernée », de ne pas soumettre à l'IS au taux de 19 % les plus-values latentes sur les titres des filiales détenues par la SIIC lorsque ces filiales optent également pour le régime d'exonération prévu à l'article 208 C du CGI, sous réserve que la SIIC calcule ultérieurement la plus-value réalisée lors de la cession de ces titres par rapport à leur valeur fiscale avant l'entrée dans le régime d'exonération. L'administration fiscale a eu plusieurs fois l'occasion de confirmer que cette tolérance s'appliquait également en cas de transformation de société en SPPICAV et il conviendrait de l'acter dans la doctrine publiée.

• **Coût pour le Trésor public :** néant

• **Texte à modifier :** BOI-IS-CHAMP-30-20-20 – paragraphe 150

• **Proposition rédactionnelle :** publier le rescrit

Il convient de rajouter à la fin du troisième tiret du paragraphe 150 du BOI-IS-CHAMP-30-20-20 « Il en sera de même en cas de transformation d'une société en SPPICAV ».

Imposition de la plus-value réalisée par un non-résident détenant moins de 10 % d'une SIIC ou d'une SPPICAV

• Développement

Les textes méritent d'être clarifiés s'agissant de l'imposition ou non en France des plus-values résultant de la cession par un non-résident d'une participation dans une SIIC ou une SPPICAV inférieure à 10 %. En effet, si l'article 244 bis A du CGI ne permet d'imposer au prélèvement du tiers que les plus-values résultant de la cession de participation supérieures à 10 %, l'article 164 B considère comme revenus de source française imposables à l'IS, les plus-values résultant de la cession d'actions de SIIC ou de SPPICAV sans poser de seuil. L'administration fiscale a déjà eu l'occasion de confirmer que dans le cas d'une cession d'une participation dans une SIIC représentant moins de 10 % du capital par un non-résident, la plus-value n'était ni imposable au prélèvement du tiers ni à l'impôt sur les sociétés. Cette confirmation n'est opposable qu'au demandeur et il conviendrait de la publier dans la doctrine opposable. La même analyse devrait s'appliquer en cas de cession d'actions de SPPICAV par un non-résident détenant une participation inférieure à 10 %.

• **Coût pour le Trésor public :** néant

• **Texte à modifier :** §90 du BOI-RFPI-PVINR-10-20

• **Proposition rédactionnelle :** publier le rescrit n°2014-17710

et au §90 du BOI-RFPI-PVINR-10-20, ajouter : « Il résulte des dispositions de l'article 244 bis A du CGI que, sous réserve des conventions internationales, les plus-values réalisées lors de la cession de parts, actions ou autres droits de SIIC ou SPPICAV constitutives de revenus de source française au sens de l'article 164 B du CGI, sont soumises au prélèvement mentionné au 1 du I de cet article à condition que les personnes cédantes détiennent directement ou indirectement au moins 10 % du capital d'une SIIC ou d'une SPPICAV dont les parts, actions ou autres droits sont cédés. En outre, les dispositions de l'article 244 bis C du CGI prévoient que sous réserve de l'article 244 bis B de ce code, les gains réalisés à l'occasion de cessions à titre onéreux de valeurs mobilières ou de droits sociaux effectuées par des personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France sont exonérées d'impôts sur les bénéfices. Or, les dispositions de l'article 244 bis B du CGI prévoient que les plus-values de cession de droits sociaux ayant leur siège social en France sont, sous réserve de conventions internationales déterminées et imposées selon les modalités prévues aux articles 150-0A à 150-E du CGI. Toutefois, l'imposition desdites plus-values est subordonnée à la condition que ces personnes détiennent dans la société française une participation substantielle, ce qui suppose que le cédant ait détenu au cours des cinq dernières années précédant la cession des titres, directement ou indirectement avec son groupe familial, plus de 25 % des droits sociaux de la société dont les titres sont cédés. Dès lors, la plus-value réalisée par la société cédante d'une participation dans une SIIC ou un SPPICAV inférieure à 10 % n'est soumise ni au prélèvement du tiers prévu à l'article 244 bis A, ni taxée à l'impôt sur les sociétés ».

REMERCIEMENTS :

L'ASPIM tient à remercier tout particulièrement les cabinets Gide Loyrette Nouel, Jeantet et LPA-CGR pour leur contribution.



Contact

10 rue la Boétie
75008 Paris
01 44 90 60 00
contact@aspim.fr

—ASPIM ASSOCIATION FRANÇAISE
DES SOCIÉTÉS
DE PLACEMENT IMMOBILIER