

Réunion OEE du 1^{er} février 2005

Observations et commentaires

- sur la définition des « fonds immobiliers »
- sur le dynamisme des fonds immobiliers européens
- sur les fonds immobiliers cotés
- sur les fonds immobiliers non cotés

Sur la définition des « fonds immobiliers »

Une étude comparative sur les fonds immobiliers en Europe soulève des problèmes de définition. L'optique adoptée dans l'étude de l'Observatoire de l'Épargne Européenne, réalisée par l'Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière, est de retenir les fonds immobiliers européens accessibles aux particuliers.

Ces fonds répondent aux critères suivants. Ils doivent :

- Intervenir directement sur le marché immobilier. Les OPCVM spécialisés en valeurs immobilières sont donc exclus du périmètre de l'étude .
- Être accessibles aux particuliers. Pour les foncières cotées, si le caractère de fonds reste valide, celui de produit d'épargne est moins assuré. L'épargne privée y a accès au travers de la Bourse, mais si l'on veut y voir un produit d'épargne au sens d'une dynamique identifiable dans l'épargne privée, avec une identité de « placement », il faut en rester aux FBI hollandaises, Sicafi belges et SIIC françaises, donc aux foncières transparentes fiscalement.

Cette étude compare les fonds immobiliers accessibles aux particuliers de six pays européens : l'Allemagne, la Belgique, la France, les Pays-Bas, la Suède et la Suisse. L'Autriche n'a pas été retenue. A l'exception de la foncière Immofinanz, gérée par une banque privée, aucun autre fonds immobilier autrichien ne fait appel à l'épargne privée.

289 fonds ont été recensés (46 cotés, 243 non cotés). Leurs capitalisations à fin 2003 s'élevaient à 143 milliards d'euros, leurs collectes nettes à 16 milliards d'euros.

A l'avenir, le périmètre de cette étude pourrait s'élargir à de nouveaux pays comme la Grande-Bretagne, la Finlande ou à un deuxième type de véhicule pour l'Allemagne. A l'image de la France où les investisseurs privés ont le choix entre les SCPI et les SIIC, l'Allemagne pourrait être

doublement représentée. Un nouveau véhicule immobilier coté bénéficiant de la transparence fiscale est à l'étude. L'expérience britannique montre toutefois qu'il est difficile d'avancer un calendrier. Attendus fin 2004, le lancement des PIFs en Grande-Bretagne a été ajourné, le gouvernement s'interrogeant sur l'opportunité d'accorder le statut de transparence fiscale à ces nouveaux fonds immobiliers.

Le dynamisme des fonds immobiliers européens

1 – Dans tous les pays européens dotés de véhicules immobiliers, tous ceux-ci, quelle que soit leur structure, qu'ils soient cotés ou non cotés, ouverts¹ ou fermés, connaissent depuis peu un regain de dynamisme, aussi bien auprès des particuliers que des institutionnels.

2 – En revanche, on observe que l'essentiel de la collecte nette de capitaux provient en 2003 (et d'ailleurs aussi dans les années précédentes) de fonds immobiliers non cotés : fonds ouverts allemands, SCPI françaises, fonds immobiliers portugais et espagnols.

3 – L'ensemble des fonds cotés et non cotés ont une très large souplesse de gestion interne, donc d'arbitrage d'immeubles, à l'exception des SCPI françaises (régime récent assoupli) et des fonds espagnols. Tous les fonds, cotés et non cotés, à l'exception encore des SCPI françaises et des fonds espagnols, peuvent se livrer à des activités de construction.

4 – La fiscalité appelle deux observations majeures :

- A l'exception des SCPI françaises, tous les fonds, cotés ou non cotés, ont leurs souscripteurs soumis à la fiscalité des valeurs mobilières.
- Le fait nouveau, et sans doute porteur d'avenir, est le régime de transparence fiscale des foncières cotées, qui est à l'origine de l'indéniable succès des REITs américains, et qui se généralise en Europe : les BI hollandaises depuis longtemps, les FCII italiens depuis 1994, les Sicafi belges depuis 1995, les SIIC françaises depuis 2003, et bientôt sans doute la

¹ Le terme « ouvert » est plus connu en Europe que « capital variable ».

Grande-Bretagne et l'Allemagne. Les fonds non cotés bénéficient aussi de ce régime (les fonds ouverts en Allemagne, les SCPI en France, les fonds ouverts au Portugal).

5 – Les performances sont très hétérogènes. Les foncières cotées viennent de connaître de très belles performances, tandis que les fonds allemands, par exemple, affichent chroniquement une faible rentabilité. Outre que les performances sont jugées selon des critères différents pour les fonds cotés et ceux qui ne le sont pas, la définition d'un niveau attrayant de rentabilité est encore très nationale.

6 – L'organisation de la liquidité est également très hétérogène : en dehors de la cotation, système à double marché (Suisse : cotation et valeur liquidative annuelle), marché organisé (SCPI françaises), liquidité en continu (fonds ouverts allemands), droit de remboursement périodique (fonds espagnols : annuel, semestriel ou trimestriel), sortie annuelle (fonds ouverts portugais).

7 - Les avantages fiscaux ne constituent pas le premier critère de sélection des épargnants au moment d'investir dans des fonds immobiliers. La neutralité fiscale et notamment la transparence fiscale est par contre nécessaire.

8 - Le positionnement du fonds est déterminant. Il doit être clairement axé sur l'immobilier, synonyme pour les épargnants de revenus réguliers, voire élevés. Mais ce n'est pas le seul critère déterminant. L'adossement à un grand groupe financier est également privilégié. Il contribue à asseoir l'image de sécurité des fonds immobiliers.

Observations et commentaires sur les fonds immobiliers cotés

I – Capitalisation et collecte

Sur les 289 fonds recensés dans cette étude, 46 sont des fonds immobiliers cotés. Au total, leur capitalisation représente 30 milliards d'euros à fin 2003 (13 milliards pour les SIIC françaises, 10 milliards pour les FBI hollandaises, 4 milliards pour les FII italiennes, 3 milliards pour les Sicafi belges).

Très médiatisés, les fonds cotés enregistrent une faible collecte : 450 millions d'euros (contre 15 milliards d'euros pour les fonds non cotés). La cotation n'a pour le moment pas réussi à mobiliser l'actionnariat privé.

II – Le poids des actionnaires privés dans les sociétés foncières cotées

L'actionnariat privé représente 13 % de l'actionnariat total des foncières cotées européennes, avec des amplitudes très fortes entre sociétés et entre pays. Il varie de 26% aux Pays-Bas à seulement 5% en Allemagne et en Finlande, et 6% en France.

On peut toutefois souligner plusieurs éléments :

- 1) L'actionnariat privé est proportionnellement moins important quand les sociétés sont dotées de capitalisations boursières unitairement élevées.

Les sociétés les plus grandes et les plus liquides, celles qui sont le plus présentes dans la presse financière, ont un actionnariat institutionnel plus marqué.

- 2) Les pays dotés d'un statut de transparence fiscale (FBI néerlandaises et Sicafi belges) disposent d'un actionnariat privé plus important. Cette situation provient de raisons différentes.

En Hollande, pays où la culture « actions » est très forte, des véhicules immobiliers ont très tôt été développés, avec une communication financière dirigée vers les particuliers.

En Belgique, le régime de transparence fiscale instauré en 1995 a donné lieu à des lancements de Sicafi et à des augmentations de capital qui ont ciblé un actionnariat privé au travers des réseaux bancaires.

Toutefois, les BI hollandaises et Sicafi belges visent également un actionnariat institutionnel.

- 3) La distribution de dividendes « à caractère immobilier » (rendement relativement élevé, et dividende peu volatil) n'est pas une explication suffisante pour les pays dont l'actionnariat privé est important.

Les BI hollandaises et les Sicafi belges (le statut de transparence fiscale induit une distribution élevée) attirent les particuliers, elles ont une distribution à « caractère immobilier », mais on peut penser que la transparence fiscale a un impact sur l'attractivité.

Les foncières suisses sont soumises à l'impôt mais ne distribuent pas de dividendes (les actionnaires bénéficient d'une fiscalité plus avantageuse sur les plus-values que sur les revenus), pourtant elles réussissent à attirer des actionnaires privés. Cet exemple, au contraire, semble montrer l'importance de la présentation fiscale dans l'attractivité auprès des clientèles de particuliers.

- 4) A l'exception de la foncière autrichienne Immofinanz, aucune foncière cotée européenne ne s'est positionnée comme un véhicule dédié aux particuliers. Gérée par une banque privée, elle fait régulièrement appel au marché. Ce sont les clients de la banque qui souscrivent à ces opérations.

III - Les pays à forte culture « actions » ont-ils un avantage ?

Le Royaume-Uni et la Suède, qui sont reconnus comme des pays où la culture « actions » est dominante, ne sont pas des pays où l'actionnariat privé est fortement développé dans les foncières.

L'Italie a une culture dominante de placements obligataires. Les récentes FII, dont la création est favorisée par le statut de transparence fiscale, reçoivent un bon accueil auprès des particuliers. Dans ce cas, il semble que d'une part l'existence d'un véhicule de placement intermédié, et d'autre part un relatif attachement à la pierre (sécurité), suffisent à expliquer le développement malgré une faible propension au placement actions.

En Belgique, l'actionnariat privé est traditionnellement très faible (peu de culture « actions », peu de privatisations), pourtant la détention de Sicafi cotées est élevée.

Il n'y a donc pas de lien ni dans la photographie statistique, ni dans la dynamique actuelle, entre la détention d'actions, plus ou moins forte selon les pays, et la détention de foncières cotées.

Plus généralement, la cotation et ses atouts en terme de liquidité ne sont pas la première exigence des investisseurs privés. L'expérience du fonds néerlandais Rodamco a de fait montré que dans une phase de retournement en fin de cycle favorable (pour l'immobilier, et aussi bien pour la collecte d'épargne immobilière), les fonds immobiliers cotés et non cotés se retrouvent naturellement dans des configurations semblables, et il serait vain d'imaginer qu'un système de cotation ou de liquidité organisée, ou que les deux conjugués, puisse exonérer un produit immobilier des difficultés objectives du marché.

LES FONCIERES COTEES EUROPEENNES

Pays	Capitalisation 11/02/04	Actionnariat privé
Allemagne	1 094	5%
Autriche	1 285	85%
Belgique	1 720	45%
Espagne	3 015	10%
Finlande	519	5%
France	13 813	6%
Italie	901	10%
Pays-Bas	9 959	26%
Suède	4 417	10%
Suisse	1 906	15%
Royaume-Uni	29 428	8%
Total	68 057	13%

Source : IEIF

IV – L'impact du processus d'introduction en Bourse

Le processus d'introduction en Bourse est un élément déterminant de l'arrivée des investisseurs privés dans le secteur immobilier coté.

Si l'on exclut les personnes privées qui deviennent actionnaires de foncières cotées à l'occasion d'opérations d'apports d'actifs rémunérés en actions, la forte présence d'actionnaires privés est liée au processus d'introduction en Bourse. On peut à ce stade distinguer trois cas distincts :

a) *Le propriétaire historique du patrimoine immobilier est une institution financière qui, en plus d'un placement institutionnel, utilise son réseau pour vendre les actions de la nouvelle société. On peut citer relevant de cette logique : l'espagnole Inmobiliaria Colonial, le belge Home Invest Belgium ou le suisse PSP Swiss Property.*

b) *En raison d'une demande « structurelle » provenant des particuliers*, les placements d'actions sont systématiquement placés à travers les grands réseaux bancaires du pays. C'est le cas de la Belgique et des Pays-Bas notamment. Le phénomène pourrait se généraliser à la France (SIIC) et aux autres pays qui adopteraient le statut de transparence fiscale pour les foncières.

c) *En Italie, une procédure originale d'introduction en Bourse a été utilisée : les spin-offs*. Quand de grandes institutions financières italiennes, elles-mêmes cotées, ont décidé d'introduire en Bourse leurs patrimoines, les actionnaires des compagnies d'assurance ou des groupes bancaires ont reçu des actions nouvellement créées de la foncière du groupe. La cotation a été réalisée simultanément à la distribution de ces actions nouvelles. L'actionnaire de l'assureur INA a reçu des actions Unim et celui du groupe San Paolo IMI, des actions Beni Stabili. Comme ces groupes avaient pour des raisons historiques une large base d'actionnaires privés, les foncières nouvellement créées en ont naturellement hérité.

V - Quelle est l'importance de la fiscalité ?

Il y a encore trois ans, aux Pays-Bas, la fiscalité des plus-values sur titres était plus légère que celle des revenus de valeurs mobilières. Les foncières néerlandaises offraient systématiquement l'option du paiement du dividende en actions, qui était privilégié par les investisseurs privés. Aujourd'hui, la fiscalité est identique. La conjonction de marchés boursiers très volatils, d'une distribution élevée (rendement moyen de 7 % à fin 2003), et du traitement fiscal perçu plus favorable, ont eu comme conséquence, un accroissement de la part des investisseurs privés dans les foncières néerlandaises.

Cette expérience récente, rapprochée du développement des Sicafi belges et des FII italiens, deux véhicules bénéficiant comme les BI hollandaises du régime de transparence fiscale, va dans le même sens : la fiscalité est un élément important de l'attrait des foncières cotées auprès des particuliers.

Observations et commentaires sur les fonds immobiliers non cotés (ou non systématiquement cotés)

Les expériences nationales en matière de fonds immobiliers non cotés sont très diverses. Elles se classent en deux grandes générations de fonds immobiliers :

- Les fonds immobiliers ouverts allemands, les SCPI françaises et les fonds immobiliers suisses ont plusieurs décennies d'existence et présentent des différences radicales ;
- Les fonds espagnols et portugais sont d'existence plus récente et s'inspirent largement des produits précédents.

I – Capitalisation et collecte

Cette étude recense 243 fonds non cotés. Leur capitalisation s'élève à 113 milliards d'euros, leur collecte nette à 15 milliards d'euros, ce qui représente l'essentiel de la collecte nette de capitaux de 2003. Les niveaux de capitalisation et de collecte nette entre les différents pays sont toutefois très hétérogènes.

L'Allemagne est un cas à part : 85 milliards d'euros de capitalisation, 14 milliards de collecte en 2003. Les allemands affrontent aujourd'hui leur première épreuve du feu : rentabilité extrêmement faible, attrait moindre (le niveau de collecte en 2004 est de 3 milliards d'euros).

Fait historique, la collecte des fonds immobiliers portugais a dépassé pour la première fois celle des SCPI françaises, pour s'établir à 840 millions d'euros en 2003. Ce résultat, le Portugal l'obtient avec 51 fonds.

La France, elle en compte 144 qui ont collecté 820 millions d'euros.

Développés sur le modèle des SCPI françaises et des fonds ouverts allemands, les FII espagnols décollent petit à petit, leur collecte nette en 2003 s'étant élevée à 170 millions d'euros.

Disposant d'une grande originalité, car dotés d'un double marché, l'un coté et l'autre non coté, les fonds de placement immobilier suisses ont pour leur part réussi à attirer une clientèle à la fois privée et institutionnelle. Avec seulement 16 fonds, la collecte nette s'est élevée à 250 millions en 2003.

II - La part des Institutionnels et des particuliers :

A la différence des fonds cotés largement détenus par les investisseurs institutionnels, les fonds non cotés sont pour l'essentiel des produits de particuliers, à l'exception :

- des fonds portugais, pour lesquels il s'agit d'une orientation récente dans le cadre des fonds ouverts ;
- des fonds suisses, dont la clientèle institutionnelle est élevée (vraisemblablement de l'ordre de 70%).

III – Une distribution réalisée par de grands réseaux :

Il s'agit dans tous les cas de produits de banques et institutions financières (y compris caisses d'épargne) avec une distribution par les réseaux et, dans une moindre mesure, auprès de la clientèle de gestion privée ou institutionnelle.

IV – Des solutions variées pour assurer la liquidité :

La question de la liquidité du placement est traitée de façon très diverse selon les fonds.

- Les fonds allemands ont organisé en pratique une très grande liquidité. Ce sont des « Sicav » qui détiennent pour partie des immeubles et pour une partie importante des placements court terme : selon la législation, ces disponibilités sont au minimum de 5 %, et au maximum de 49 %. Ceci a permis de gérer en douceur les deux années de décollecte nette (1990 : 118 M€, soit 1,4 % de la capitalisation de l'époque - 2000 : 2,8 Mds €, soit 5,5 % de

la capitalisation). Dans la pratique, le pourcentage de liquidité était, d'après les chiffres d'octobre 2004, de 27 %.

La réglementation prévoit toutefois un système de blocage : en cas d'excès de vendeurs, la liquidité peut être suspendue pour un an, voire deux. Autre élément important : s'il fallait entreprendre des cessions d'immeubles pour assurer la liquidité, le gérant devrait privilégier l'intérêt non des sortants mais des restants dans la stratégie et le rythme de ses ventes.

Il reste que la détention importante de disponibilités est le mécanisme majeur de la liquidité du placement.

Si le modèle allemand a jusqu'ici fait ses preuves, il n'en reste pas moins qu'il n'avait pas affronté contrairement aux SCPI françaises de situation de crise sur son marché immobilier national. La faiblesse des taux d'intérêts, véritable handicap pour des fonds détenant une importante part de liquidités, et un marché de l'immobilier Outre-Rhin qui a au mieux stagné sur les cinq dernières années, constituent un véritable test pour ces fonds, même si les banques ont d'ores et déjà annoncées qu'elles assureraient la liquidité des parts.

Précisons que puisqu'il s'agit de fonds ouverts, la valeur est déterminée à partir d'expertises.

- La liquidité des fonds portugais est différente selon qu'ils sont ouverts ou fermés.

Pour les fonds fermés, quelques-uns d'entre eux sont cotés, les autres n'ont pas de liquidité organisée : dans ce cas, les souscripteurs doivent en principe attendre la liquidation des fonds (sauf règlement interne particulier).

Pour les fonds ouverts, la loi de 1995 a institué un système de sortie annuelle, dont la date est déterminée par chaque fonds. Ici encore, du fait de la variabilité du capital, la valeur dépend d'expertises. Signalons que ces fonds ont une obligation de détenir un minimum de 6 % de liquidités.

- Pour les SCPI françaises, il est nécessaire de distinguer les SCPI à capital fixe (60% de l'offre existante), des SCPI à capital variable.
 - Le marché secondaire des SCPI a capital fixe a fait l'objet d'une refonte à la fin du troisième trimestre 2002. A date fixe, selon des périodicités allant d'une semaine à un trimestre, chaque société confronte les ordres d'achat et de vente centralisés dans un carnet d'ordres. De cette confrontation ressort un prix d'équilibre unique, net de frais « le prix d'exécution ».
 - Pour les SCPI à capital variable, le prix de retrait est fixé par la société de gestion.
- Les fonds suisses sont dotés d'un double marché :
 - le premier marché fonctionne par calcul de la valeur de réalisation en fin d'exercice. Pour être remboursé, le porteur doit avoir déposé un préavis de douze mois. Le montant lui sera versé dans les deux mois qui suivent la fin de l'exercice.
 - un deuxième marché, soit en Bourse (deux tiers des fonds sont cotés), soit selon un système de gré à gré entre investisseurs organisé par la banque dépositaire du fonds.

Les fonds suisses sont le seul cas de double marché, l'un – annuel – fondé sur la valeur nette du fonds (avec expertise du patrimoine), l'autre – régulier – procédant d'une confrontation de l'offre et de la demande (en Bourse pour certains, hors Bourse pour les autres).

- Les fonds espagnols ont un système de « droit au remboursement » qui, selon la législation, doit être au moins annuel. Dans la pratique, il est soit semestriel, soit trimestriel. Ce sont des fonds ouverts, il n'y a donc pas de confrontation de l'offre et de la demande, mais fixation du prix à partir d'une expertise.

Notons que la société de gestion peut s'écarter de 3 % de la valeur d'expertise, et qu'a été prévu, comme dans le cas des fonds allemands, un mécanisme de suspension du droit au remboursement (sur accord de l'autorité de tutelle).

IV – Une fiscalité variée :

Les fonds allemands sont favorisés par la fiscalité, mais ils n'ont pas d'avantage fiscal au sens propre : sur le dispositif de transparence fiscale (c'est une Sicav), il y a en amont tous les mécanismes de la fiscalité immobilière pour aboutir au bénéfice, distribué sous forme de dividende imposé au titre des revenus financiers. La conjonction des deux fiscalités est en l'occurrence un dispositif favorable aux souscripteurs.

Les fonds suisses, espagnols, portugais, sont traités fiscalement, au niveau de leurs porteurs de parts, comme des valeurs mobilières. Il est à noter que les SCPI françaises sont les seuls fonds en Europe dont les porteurs de parts sont soumis à la fiscalité immobilière.

Enfin, citons quelques particularités :

- les fonds ouverts portugais sont transparents fiscalement, les fonds fermés bénéficient d'un IS à 25 % (au lieu de 36 %)
- les fonds espagnols ont un IS plus ou moins réduit selon leur détention de logement (c'est avec les SCPI françaises le seul cas en Europe d'avantage fiscal réservé à une orientation patrimoniale déterminée)
- enfin, les cessions de parts de fonds suisses sont exonérées d'impôt sur la plus-value.