

SIIC : enjeux et perspectives

Depuis le 30 septembre dernier, en adoptant le nouveau statut de transparence fiscale, la plupart des foncières cotées sont maintenant des Sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC) et la totalité devrait l'être en 2004. Que doit-on en attendre ?



Philippe Le Trung
Senior Research Analyst
European Real Estate
Citigroup Smith Barney

■ Le statut SIIC a été créé fin 2002, dans le cadre de la loi de Finances pour 2003. Les principales caractéristiques de ce statut permettent aux sociétés foncières cotées de bénéficier de la transparence fiscale : les SIIC ne paient donc pas directement d'impôts sur les sociétés et ont l'obligation de distribuer à leurs actionnaires sous forme de dividendes, une grande partie de leurs résultats. Ces dividendes seront taxés, au niveau des différentes catégories d'actionnaires, selon le régime de taxation qui leur est propre. Le prix à payer pour opter pour ce régime a été un impôt liquidatif sur les plus-values latentes (*exit tax*) à un taux de 16,5 %.

Créer un véhicule d'investissement immobilier attrayant

Ce statut qui était souhaité de toute part : foncières cotées, investisseurs et analystes, devait réunir toutes les conditions d'un véhicule d'investissement performant. Les investisseurs ont besoin de produits d'épargne longue à faible volatilité, notamment dans le cadre du financement de la retraite. Quant au système économique français, il est rendu plus performant quand le financement de l'immobilier d'entreprise ne pèse ni sur les fonds propres des entreprises, ni sur les budgets des pouvoirs publics. Pour ce faire, les foncières doi-

vent pouvoir mobiliser des fonds propres et accroître le patrimoine qu'elles louent aux entreprises.

Cette réforme a dû tenir compte de trois types de problématiques :

- rétablir la neutralité fiscale entre investissements immobiliers et investissements en valeurs mobilières. L'investissement immobilier à travers la détention d'actions de SIIC est dorénavant traité, d'un point de vue fiscal, dans le même esprit que la détention de valeurs mobilières à travers un OPCVM. L'investissement immobilier en actions de SIIC est reconnu comme une forme d'épargne à part entière et ne subit plus la double taxation, celle de la fiscalité des entreprises et celle de l'épargne ;
- maintenir la compétitivité de la place de Paris. La Bourse de Paris dispose donc dorénavant de sociétés tout à fait comparables aux REITs cotés à la Bourse de New York, aux FBI d'Amsterdam et aux Sicafi de Bruxelles. La présence de tels véhicules à la Bourse de Paris permet de maintenir son attractivité et sa compétitivité par rapport à d'autres marchés boursiers. Elle rend également moins attrayante la détention de patrimoines immobiliers à travers des montages financiers sophistiqués ou des structures offshores ;
- gommer la décote structurelle que les foncières affichent entre leurs cours de bourse et la valeur des immeubles sous-jacents. C'est en fait le principal

enjeu de cette réforme : diminuer ce que l'on appelle communément la décote sur actif net réévalué afin de lever plus facilement des capitaux. Car émettre des actions quand on cote très en dessous de sa valeur d'actif net réévalué est fortement destructeur de valeur. Sans rentrer dans les détails de cette décote et les différents points de vue sur son calcul, qui

« Le système économique français est rendu plus performant quand le financement de l'immobilier d'entreprise ne pèse ni sur les fonds propres des entreprises, ni sur les budgets des pouvoirs publics. »

nourrissent sans cesse les débats entre les observateurs, la décote sur actif net réévalué peut être expliquée par trois phénomènes distincts : la fiscalité latente, la détention minoritaire et les anticipations sur les valeurs.

Tout d'abord, la fiscalité latente a en grande partie expliqué la différence entre la somme des expertises des immeubles moins les dettes de la foncière cotée et la capitalisation boursière. Car si la société était liquidée, les actionnaires ne percevraient pas la valeur nette des actifs réévalués.

Ensuite, le cours des actions à la bourse reflète le prix auquel deux minoritaires s'entendent pour échanger leurs titres. Comme ils ne contrôlent pas complètement la manière dont le portefeuille immobilier sera géré, une différence est implicitement prise en compte entre le cours et l'actif net réévalué.

Enfin, concernant les anticipations sur les variations de valeur, on constate que ces actifs nets réévalués, basés sur des expertises immobilières au moins annuelles, sont le reflet des plus récentes valeurs de marché. Si l'on ajoute à cela le caractère, par définition prudent, des experts immobiliers, les actifs nets réévalués sont en quelque sorte le reflet du passé. Les cours de bourse, eux, reflètent les anticipations, justifiées ou non, des investisseurs. Donc hors fiscalité latente et détention minoritaire, les cours affichent des décotes en réduction, voire même des surcotes quand les perspectives sur les valeurs sont haussières. Dans le cas contraire, les décotes se creusent.

Plus généralement, on a pu constater dans les pays dotés de foncières cotées fiscalement transparentes (États-Unis, Pays-Bas, Belgique) que les décotes structurelles avaient pour ainsi dire disparu. Au-delà de la disparition de la fiscalité latente, on peut avancer une autre raison. Soumises à une obligation de distribution, les foncières fournissent à leurs actionnaires des dividendes élevés et fortement liés aux variations de leur rentabilité récurrente. La détention d'actions se rapproche alors fortement de la détention d'immeubles, il en va de même des valorisations.

Perspectives : plus de capitaux vers les SIIC

Les foncières cotées disposent donc d'un statut à même d'en faire des véhicules d'investissement plus performants. Mais maintenant, quelles sont leurs perspectives ?

La réduction des décotes a déjà eu lieu. Mi novembre, la décote moyenne du secteur immobilier coté français était autour de 10 %. Dans un contexte relativement incertain d'évolution des valeurs des immeubles et après prise en compte de l'impact de la détention minoritaire, le statut a déjà bien rempli sa mission.

Techniquement donc, les sociétés sont dorénavant en mesure de collecter

davantage de fonds propres. Trois voies seront prises par les SIIC :

- **Les augmentations de capital en numéraire.** La SIIC fait appel au marché pour financer un programme d'investissement. Avec ou sans statut SIIC, cela nous semble toujours une opération difficile à réaliser. Les actionnaires ont toujours du mal à accepter une détérioration immédiate des résultats (le cash levé sur le marché rapportant moins que l'immobilier) en échange de meilleures perspectives futures.

- **Les apports d'actifs.** Un propriétaire immobilier apporte à une SIIC un patrimoine immobilier, et la SIIC émet des actions en échange des actifs. Récemment, l'investisseur non coté Morgan Stanley Real Estate Funds et la SIIC Foncière des régions ont annoncé une opération de ce type portant sur 850 M€ d'actifs. Nous anticipons une poursuite de ce type d'opération. Elle pourrait même s'accélérer si la fiscalité des apports à une SIIC était un peu moins pénalisante.

- **Des introductions en bourse.** Il y a énormément d'attentes du marché de ce point de vue. Nous pensons qu'il y aura bel et bien des introductions en bourse dans les années qui viennent, mais que ces véhicules n'auront rien de comparable aux actuels Unibail, Gecina ou Klépierre. Deux types de véhicules coexisteront dans ce secteur. D'une part, les plus grandes SIIC, les sociétés que nous venons de citer, qui resteront des sociétés liquides, très ouvertes en termes d'actionnariat et dotées d'une forte lisibilité. D'autre part, on devrait voir apparaître des SIIC qui ressemblent davantage à des clubs d'investisseurs ou à des tours de table ad hoc, et qui disposeront d'une liquidité et d'un flottant moindres. Liquidité qui soit dit en passant, sera très supérieure aux autres formes que ces véhicules auraient pu prendre. Une société cotée peu liquide sera toujours plus liquide qu'un fonds non coté ou que la détention immobilière en direct. Ces SIIC pourront tout à fait se positionner sur des classes d'actifs moins classiques (murs de supermarchés, patrimoine d'un seul utilisateur, actifs de l'État, logement social...).

Mais l'actualité récente semble nous donner tort. En effet, GE Capital a déposé le 3 novembre dernier un projet d'OPA sur la SIIC Sophia, qui pourrait bien se traduire à terme par un retrait de la cote. Une SIIC de moins malgré un

statut si performant ? Certains argumenteront que le statut SIIC a bien joué son rôle, car GE Capital paye, selon nos calculs, une prime sur l'actif net réévalué. Sans statut, la compétition pour acheter Sophia aurait été plus faible et le prix payé par GE Capital moins favorable pour les actionnaires.

En fait, cette offre remet en perspective les grandes forces du marché. Les fondamentaux économiques et financiers l'emportent sur les structures juridiques et la fiscalité. Aujourd'hui, des capitaux très importants ont été levés par les investisseurs de private equity. La différence entre coût de la dette et coût des fonds propres est histo-

« La remontée simultanée des taux d'intérêt et des marchés actions rend les sociétés cotées progressivement plus compétitives, en termes de coût de capital, que le private equity. »

riquement élevée, et de manière défavorable pour les sociétés cotées. Les sociétés cotées étant par les mécanismes de marché limitées dans leur endettement, elles se retrouvent, dans tous les secteurs d'activité (distribution spécialisée, équipementiers automobiles...), plus souvent aujourd'hui du côté des proies que des prédateurs.

Mais il est évident que nous sommes à un point de retournement, la remontée simultanée des taux d'intérêt et des marchés actions rend les sociétés cotées progressivement plus compétitives en termes de coût de capital, que le private equity. Les premiers signes de reprise du marché immobilier seront très bénéfiques pour les SIIC. Au final, alors que les fondamentaux économiques et financiers seront mieux orientés, on mesurera à quel point le statut SIIC constitue un formidable effet de levier sur les performances des foncières cotées. Elles démontreront tout à fait leurs capacités à mobiliser des fonds propres, à redistribuer à leurs actionnaires leurs résultats et à participer au financement de l'immobilier. ●