

# Performances des sociétés immobilières à la Bourse de Paris

## Bernard Thion

Professeur au Groupe ESC Bordeaux  
Directeur scientifique  
Institut du management du patrimoine  
et de l'immobilier (IMPI)



## Fabrice Riva

Étudiant en thèse au CEREG  
Université Paris IX Dauphine

L'immobilier coté à la Bourse de Paris regroupe des activités de nature quelque peu différente. Quel est, par exemple, le rapport entre une société spécialisée dans la construction et la location d'appartements comme Sefimeg et celle qui finance par crédit-bail la création de centres commerciaux, tel Bail-investissement ? Ce faisant, certaines d'entre elles sont plus rentables ou moins risquées que d'autres. L'établissement d'une échelle de mesure entre ces différentes catégories d'activités devrait permettre à un gérant de portefeuille de se diversifier correctement en fonction des objectifs qu'il poursuit et du gisement d'actifs sous-jacents des sociétés retenues.

Parallèlement, on peut se demander ce qui différencie réellement la nature des investissements immobiliers. Que ce soient des bureaux ou des logements ce sont, en tout état de cause, des locaux vendus ou loués au mètre carré qui servent à abriter des individus. Il ne serait donc pas illogique que le marché considère ces différenciations comme très secondaires, et que les prix des uns s'ajustent nécessairement sur celui des autres.

En effet, l'investisseur en immobilier peut être défini comme un agent économique collecteur de capitaux qu'il destine à transformer en actifs immobiliers, dont il assure la gestion et l'exploitation – c'est-à-dire la mise en location. On peut supposer que son comportement est dicté par la répartition des risques entre différents types de placements, notamment entre les placements immobiliers et les placements financiers, ou entre l'immobilier résidentiel et l'immobilier d'entreprise, et par des arbitrages entre les uns et les autres afin de combiner au mieux leur rendement immédiat et leurs plus-values à terme.

Communication présentée aux «18<sup>e</sup> entretiens de la finance» organisés les 5 et 6 décembre 1996.

Les auteurs remercient très vivement Bertrand Jacquillat pour la lecture attentive de ce texte accompagnée de remarques constructives et Jacques Hamon pour ses commentaires et la mise à disposition de la base de données du CEREG, l'étude ne pouvant être réalisée sans cet apport fondamental. Les erreurs qui subsisteraient n'engagent que les auteurs.

Parmi ces investisseurs, il faut distinguer ceux qui interviennent de façon directe et ceux qui interviennent de manière indirecte en tant que détenteurs de parts de sociétés immobilières dont la gestion est assurée par des tiers. Les premiers regroupent les principaux investisseurs institutionnels français et étrangers qui détiennent des parcs immobiliers importants composés de logements, de bureaux et d'immeubles commerciaux. Les seconds sont les actionnaires de sociétés cotées ou non, ou les associés de sociétés civiles immobilières dont les plus importantes appartiennent à la catégorie des SCPI (Sociétés civiles de placement immobilier).

Suivant Nappi [1995], en France, le marché de l'immobilier de rapport est essentiellement représenté par les investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance et caisses de retraite) qui détiennent à eux seuls plus de 40 % de la capitalisation du marché. Le montant de cette capitalisation pour les Sicomi (y compris les opérations de crédit-bail), les SII et les sociétés foncières avoisine globalement 25 %. Il en est de même pour l'ensemble des SCPI. Enfin, en 1994, la part des investisseurs étrangers dans la capitalisation totale du marché était estimée à 14 % (1). Mais cette répartition demeure théorique dans la mesure où les investisseurs institutionnels sont souvent eux-mêmes d'importants détenteurs de titres de sociétés immobilières. Pour autant, le montant ainsi investi dans l'immobilier de rapport avoisine les 500 milliards de francs, ce qui représente 2,5 % de la richesse nationale.

Les sociétés dites «foncières», dont certaines remontent au XIX<sup>e</sup> siècle, sont fréquemment des sociétés dont la moitié, voire les trois quarts du capital, sont détenus par des investisseurs institutionnels ou des établissements financiers. Suivant Cauchard [1993], le flottant, c'est-à-dire la part des titres mise à la disposition du public, oscille entre les extrêmes de 1,66 % pour EMGP et 65,3 % pour Unibail ; quarante d'entre elles ayant un flottant inférieur à 40 %. Ceci a pour conséquence de limiter le volume des échanges et de déterminer des politiques financières qui peuvent être dic-

tées davantage par les stratégies de financement et de développement de la maison mère que par le souci d'associer les actionnaires au partage des bénéfices. Il semble d'ailleurs que, pour nombre d'entre elles, la qualité de l'information financière ne soit pas la préoccupation essentielle. A propos de l'une d'elles créée en 1911, Faure-Jarroson [1995] va jusqu'à constater que «*cette société pratique le niveau zéro de la communication financière en ne publiant même pas la liste des immeubles que détiennent ses SCI!*». C'est aller à contre-courant des tendances actuelles qui veulent que, pour séduire les investisseurs internationaux, il soit nécessaire de diffuser une information claire, rigoureuse, cohérente, rapide, comme le font depuis des années les sociétés américaines (2). Une étude récente sur les fonds immobiliers américains (Hartzell, Hoesli, Khoo [1993]) met d'ailleurs en évidence que la multiplication des analystes, et donc des analyses, a pour résultat de réduire sensiblement la volatilité des titres en même temps qu'elle concourt à une augmentation du volume des échanges.

D'un autre côté, à l'instar des FCP ou des Sicav, on peut estimer que ces sociétés immobilières sont gérées par des professionnels de la finance qui cherchent en permanence à optimiser leur stratégie de rentabilité et de risque, sans pour autant avoir à émettre de signaux vis-à-vis du marché. Mais il ne faut pas alors s'étonner d'une décote importante des titres par le marché qui sanctionne ainsi le manque d'information qu'il reçoit et, comme le souligne Tondou [1993], un désintéressement des petits actionnaires.

Dans le cas d'une étude portant sur les sociétés immobilières cotées, une autre difficulté provient du mélange des activités au sein d'une même société, leurs dirigeants s'évertuant souvent à les diversifier afin de se prémunir contre les aléas conjoncturels pouvant survenir dans chaque branche. Sur longue période, il peut même arriver que le parc immobilier se soit considérablement transformé : qu'il soit constitué majoritairement d'entrepôts dans un premier temps et de logements ou d'hôtels en fin de période. Ceci explique que les indicateurs fondés sur l'immobilier titrisé soient généralement très globaux et ne permettent pas réellement une analyse très fine des performances de chaque secteur.

Le marché français offre cependant des possibilités d'observations particulières dans la mesure où certaines sociétés immobilières ont longtemps été tenues statutairement à une structuration de leur parc immobilier autour d'un produit donné. De plus, nous disposons de données journalières sur une période de quinze ans, 1977-1991, qui se termine avec la fin des privilèges fiscaux attribués à ces sociétés et qui débute avec, d'une part, la naissance d'un véritable marché de bureaux tant en province qu'à Paris, et d'autre part, une réforme profonde du système de financement du logement.

Trois sous-périodes d'une durée de cinq ans ont été examinées pour la présentation des résultats. Elles

correspondent à des changements de tendance au niveau politique et économique :

- 1977-1982. Réforme du financement de la construction et création des PAP, PLA, et APL ; hausse des taux nominaux de 9 à 17 %.
- 1982-1987. Loi Quillot (juin 1982) sur les droits et obligations des locataires et des bailleurs ; baisse des taux d'intérêt de 17 à 8 %.
- 1987-1991. Loi Méhaignerie (décembre 1986) sur l'investissement locatif, l'accession à la propriété des logements sociaux et le développement de l'offre foncière ; importance des taux réels.

L'objectif de cet article est double. En premier lieu, construire sur cette période un ensemble d'indicateurs permettant de comparer la performance des sociétés suivant la nature des biens immobiliers qu'elles exploitent. En second lieu, vérifier que la différenciation suivant la nature des actifs sous-jacents est réellement pertinente et peut permettre une réduction du risque par une diversification appropriée.

Parallèlement, les qualités qu'on prête à la «*pierre-papier*» sont le rendement, et le pouvoir de protection contre l'inflation. Au niveau du comportement de ces valeurs, nombreux sont ceux qui pensent que ces titres doivent évoluer avec les taux d'intérêt. Mais les études menées par les auteurs américains qui utilisent de l'immobilier titrisé montrent que leur marché ne les différencie pas du marché global des actions dont elles ont tendance à épouser les performances (3). Qu'en est-il exactement sur le marché français ?

Une première partie sera consacrée aux méthodes utilisées pour l'élaboration des indices nécessaires à l'observation des performances (4). La seconde analysera les résultats obtenus en termes de rendement, de rentabilité et de risque, permettant ainsi de conclure sur les performances particulières de ce secteur en bourse.

## Méthodologie

L'élaboration d'index destinés à regrouper des sociétés immobilières cotées en catégories homogènes présente deux aspects méthodologiques qui portent, d'une part, sur la sélection et le regroupement des valeurs et, d'autre part, sur la construction des index.

### ***I Sélection et regroupement des valeurs***

#### **1. Le cadre de l'étude**

On reproche à juste titre au marché immobilier son peu de liquidité et son opacité. L'avantage du marché des valeurs immobilières cotées est de pouvoir lever en partie ces deux contraintes. Par contre, ces valeurs représentent des actifs immobiliers très divers : terrains, entrepôts, logements, bureaux, commerces,

hôtels, parkings ou leasing immobilier. Il se peut aussi que des sociétés qui dans un premier temps avaient une activité axée sur l'immobilier se soient diversifiées sur des activités de service comme le commerce et le négoce, ou des activités purement industrielles. Inversement, certaines sociétés ont été vidées de leur activité traditionnelle dans les secteurs de l'industrie ou des services et ne gèrent plus que leur ancien parc immobilier, éventuellement complété par l'acquisition de nouveaux immeubles. D'où la difficulté d'établir une liste exhaustive et permanente des sociétés immobilières.

L'objectif de cette première partie est de sélectionner les sociétés qui ont eu une activité immobilière prédominante, pendant une durée suffisamment longue (5), afin de construire un indice global et des sous-indices catégoriels permettant d'analyser leur performance en termes de rentabilité et de risque. L'étude réalisée porte sur l'ensemble des valeurs cotées à la Bourse de Paris dont l'évolution est directement liée au marché immobilier, entre janvier 1977 et juin 1991. Cet ensemble s'efforce d'être exhaustif à partir des considérations suivantes : les sociétés doivent appartenir à l'un des deux secteurs de la cote officielle intitulés Services et sociétés financières, avoir fait l'objet d'études par les analystes financiers de la place et faire partie de la base AFFI-SBF.

## 2. Statuts juridiques et fiscaux

Traditionnellement, les sociétés faisant appel public à l'épargne, qui ont pour activité principale de se constituer un parc immobilier et de le gérer, sont désignées par l'expression sociétés foncières. Les premières ont été créées par le baron Haussmann au XIX<sup>e</sup> siècle pour la rénovation et le développement de Paris (6). Au début des années soixante, afin de permettre une accélération de la reconstruction en faisant appel aux capitaux privés, les pouvoirs publics ont instauré deux types de sociétés aux statuts dérogatoires sur le plan fiscal, les Sociétés d'investissements immobiliers ou SII pour les logements et les Sociétés immobilières pour le commerce et l'industrie ou Sicomi pour les bâtiments à caractère commercial ou industriel. C'est à partir de cette évolution historique que se sont constituées les différentes catégories de sociétés immobilières cotées présentées ci-après.

### • Les sociétés foncières

Les sociétés immobilières ou foncières sont des sociétés commerciales de capitaux de type classique qui acquièrent des immeubles, les donnent en location et en répartissent les revenus entre leurs associés. En fonction de leurs activités plus ou moins diversifiées, il est d'usage de distinguer :

- les foncières locatives (7), dont les produits proviennent essentiellement de la location d'immeubles dont la destination est plus ou moins homogène - logements, bureaux, magasins et centres commerciaux, parkings, hôtels, entrepôts - et pouvant faire l'objet d'autant de sous-catégories ;
- les foncières holding dont les activités se sont

largement diversifiées depuis leur création et qui sont amenées à gérer un portefeuille varié de participations et de valeurs de placement qui n'ont pas nécessairement des relations avec l'activité immobilière.

### • Les sociétés ayant le statut de SII (loi du 15 mars 1963)

Ce statut a été créé pour les sociétés immobilières se destinant uniquement à la constitution et à la gestion d'un parc de logements. Ceci est un point particulièrement important pour les analystes puisque ce sont les seules sociétés qui soient réellement monoproduit pour les trois quarts de leur activité, le quart restant pouvant être affecté à des surfaces commerciales. Il n'existe pas sur les autres places boursières un échantillon de sociétés aussi homogènes, sur une période aussi longue (1963-1991), et dont les résultats soient directement conditionnés par le marché du logement, même s'il est biaisé par l'évolution de la fiscalité qui leur est appliquée. Ces sociétés, en effet, ont été exonérées de l'impôt sur les sociétés en contrepartie de l'obligation de distribuer 85 % de leur résultat. Un autre avantage incitatif, disparu en 1975, était l'exonération des droits de mutation lors de la première transmission de ces titres. D'autres comme l'exonération au titre de l'impôt sur le revenu de 20 % du dividende distribué, l'exonération de taxe foncière ou la garantie de non-blocage des loyers ont connu le même sort à la fin des années soixante-dix. Fin 1986, la capitalisation boursière de ces sociétés atteignait (Courbey [1987]) 35 milliards de francs, et toutes n'étaient pas cotées. Par suite de fusions successives, le nombre de ces sociétés s'est beaucoup réduit. A partir de 1991, la plupart des SII ont abandonné leur statut jugé trop contraignant.

### • Les sociétés ayant le statut de Sicomi (ordonnance du 28 septembre 1967)

A l'origine le statut de Sicomi était réservé aux établissements financiers dont l'objet social les destinait à collecter de l'épargne pour l'affecter de manière exclusive au bail d'immeubles à usage professionnel, consenti en crédit-bail ou location. Il correspondait, d'une part, à l'utilisation d'un outil de financement particulier, le crédit-bail et, d'autre part, à des exonérations fiscales (8) semblables à celles prévues pour les SII. Mais cette latitude qui était donnée aux Sicomi de faire du crédit-bail ou de la location simple a abouti au développement de deux types de sociétés :

- les sociétés de crédit-bail ou Sicomi-classiques dont l'activité est proche de celle des établissements financiers spécialisés en immobilier et dont les revenus sont essentiellement des produits financiers ;
- les sociétés de location ou Sicomi-locatives dont l'activité s'apparente à celle des sociétés foncières et dont les revenus proviennent pour l'essentiel des loyers.

La loi de finances pour 1991 a supprimé le statut des Sicomi à partir de 1995. Les Sicomi existantes pouvaient, par ailleurs, renoncer à leur statut dès 1991. Mais les opérations antérieures à cette loi continuent à bénéfi-

cier des exonérations fiscales de l'ordonnance de 1967.

Ces différences dans les statuts et l'objet social des sociétés permettent de mieux les identifier, d'autant qu'elles correspondent pour partie à un regroupement sectoriel utilisé par l'ancienne Compagnie des agents de change, et facilite la sélection des titres. Pour une comparaison entre les rentabilités obtenues par ces différents types de sociétés, il conviendrait logiquement, dans le cas des SII et des Sicomi, de reconstituer un résultat ayant supporté une imposition de droit commun et tenir compte du crédit d'impôt en résultant pour les actionnaires. Outre la difficulté d'un tel exercice, l'opinion des analystes professionnels de ce secteur est que les rentabilités ainsi calculées ne seraient pas très différentes de celles présentées dans cette étude. Par contre, au niveau du rendement, il faut noter que ces sociétés ne payant pas l'impôt sur les sociétés, les actionnaires ne bénéficient pas du privilège de l'avoir fiscal.

### 3. Sélection des titres immobiliers

La sélection des titres a été réalisée de la façon la plus exhaustive possible afin d'avoir une bonne estimation du poids de l'immobilier-papier sur le marché des valeurs mobilières. Elle s'est faite à partir de la base AFFI-SBF qui reprend la majorité des titres cotés dans les bourses françaises pendant la période étudiée. La difficulté est d'extraire de cet ensemble les sociétés qui ont eu une activité continue et prépondérante dans l'immobilier tout au long de ces quinze années.

Les numéros correspondant à la codification sectorielle adoptée par la Compagnie des agents de change pour les secteurs dans lesquels on retrouve des sociétés immobilières ont évolué de la manière suivante :

Tableau 1

Secteurs	Compartiments	Codes		
		1976	1981	1982
Services	Logements	84	76	76
Sociétés financières	Banques et crédits	83	82	72
	Sicomi	82	84	83
	Sociétés de portefeuille	82	83	84

Comme certaines sociétés ont changé de compartiment pendant la période, la sélection a été réalisée, dans un premier temps, sur une liste de sociétés appartenant aux secteurs codifiés sous les numéros 72, 76, 83 et 84, en éliminant d'emblée celles ayant une activité purement bancaire ou celles spécialisées dans des domaines très éloignés de l'immobilier, comme les Sicomi créées pour le développement du réseau téléphonique. Cette liste a permis notamment de repérer les sociétés qui, à un moment ou à un autre, avaient été classées dans le compartiment logement, ce qui laissait supposer qu'elles possédaient un parc immobilier important.

Par la suite, la liste a été rectifiée à partir des éléments fournis par la SBF, l'IEIF (Institut d'épargne immobilière et foncière) et quelques analystes spéciali-

sés en immobilier. A l'issue de cette sélection, 76 sociétés ont été répertoriées, dont la liste figure dans l'annexe I.

### 4. Regroupement en fonction des activités et du statut

Bien que les gérants de ces sociétés aient eu souvent le souci de diversifier leurs actifs pour une amélioration de leurs performances, on peut vouloir observer de grandes tendances dans les métiers pratiqués, quelques unes d'entre elles ayant su préserver leur culture originale. Parallèlement à ces métiers, d'autres ont profité des réglementations fiscales en vigueur pour développer des sociétés aux statuts plus contraignants : les SII et les Sicomi.

Par exemple, dans le cas des Sicomi, une expérience particulière a été menée par sept établissements qui ont décidé de ne réaliser aucune opération de crédit-bail, n'exploitant que le volet locatif des opérations qui leur étaient autorisées par la réglementation (9). Il s'agit de Silic, la Saic, ICC, Eurosic, Sofibus, Frankoparis et plus tardivement de Paris-bail. Mais au fil des ans, trois d'entre elles abandonnèrent leur positionnement initial (ICC, Eurosic, Paris-bail).

L'idée sous-jacente à ces regroupements est que, d'une part, les sociétés qui se sont spécialisées dans le financement et la location d'immeubles d'entreprises doivent avoir des rentabilités corrélées avec celles spécialisées dans la gestion des parcs immobiliers correspondants et, d'autre part, que les sociétés ayant des activités semblables doivent être corrélées entre elles et constituer des groupes homogènes. Ainsi, en croisant activité dominante et statut des sociétés, apparaissent onze catégories dont les coefficients de corrélation sont affichés dans le tableau ci-dessous.

Tableau 2

N°	Type de sociétés et abbréviation utilisée	Corrélé avec	Coef.
I	Foncières dominante Bureaux (FB)	SiLB	0,32
II	Sicomi Locative Bureaux (SiLB)	SiCB	0,46
III	Foncières dominante Logement (FL)	SII	0,33
IV	Stés d'investissements immobiliers (SII)	FL	-d°
V	Foncières Holdings (FH)	SiCB	0,38
VI	Sicomi Crédit-Bail divers (SiCB)	FH	-d°
VII	Centres Commerciaux (CCx)	SLCx	0,08
VIII	Sicomi Locatives Centres Commerciaux (SLCx)	CCx	-d°
IX	Sociétés de Parking (PK)	SiCB	0,10
X	Promoteurs (Promo)	SiCB	0,18
XI	Immobilières hôtelières (Hôtels)	SiCB	0,12

Aucune des corrélations observées ne s'est révélée réellement déterminante. Par exemple, entre les centres commerciaux et les Sicomi locatives spécialisées dans cette activité, la corrélation n'est que de 0,08. La seule qui soit réellement significative rapproche la catégorie «Sicomi locative bureaux» de celle des «Sicomi crédit-bail» avec un coefficient de 0,46. Ceci

	1 <sup>er</sup>	2 <sup>e</sup>	3 <sup>e</sup>
<b>Bail Investissement (II-VI)</b>	UIS (II-II)	Locindus (II-VI)	Sliminco (II-VI)
<b>CFI (I-I)</b>	Rue Impériale (I-V)	UPH (IV-IV)	Codetour (II-XI)
<b>Codetour (II-XI)</b>	Pretab. Sicomi (II-VI)	CFI (I-I)	Silic (II-II)
<b>Finextel (II-VI)</b>	Codetel (II-VI)	UIS (II-II)	Locindus (II-VI)
<b>Frankoparis (III-II)</b>	Foncière lyonnaise (III-III)	Foncière France (III-III)	Imm. de Lyon (III-III)
<b>GFF (I-X)</b>	Fin. des Pimonts (I-II)	Paix-Daunou (III-I)	Sté du Louvre (I-V)
<b>Locindus (II-VI)</b>	Bail Investissement (II-VI)	UIS (II-II)	Finextel (II-VI)
<b>Prétab. Sicomi (II-VI)</b>	Sliminco (II-VI)	Finextel (II-VI)	Codetour (II-XI)
<b>Sliminco (II-VI)</b>	Sefimeg (IV-IV)	Pretab. Sicomi (II-VI)	Bail Investissement (II-VI)
<b>UIS (II-II)</b>	Bail Investissement (II-VI)	Locindus (II-VI)	Pretab. Sicomi (II-VI)

laisse à penser que ces deux catégories ne sont pas réellement discriminantes et que les sociétés qui les composent ont des portefeuilles d'activités assez proches. A l'exception des SII, le regroupement suivant les activités prônées par les sociétés n'apparaît donc pas réellement pertinent dans le temps.

D'où l'idée d'étudier les corrélations inter-sociétés pour constituer des groupes plus homogènes, qui reflèteront la perception des individus sur le secteur d'appartenance de chaque société.

## 5. Les corrélations inter-sociétés

L'étude de la corrélation des taux de rentabilité entre les sociétés permet de mettre en évidence celles dont l'évolution dans le temps est homogène et de confirmer ou d'infirmier leur regroupement. Dans le cas présent, les données retenues correspondent, pour chaque société, aux trois coefficients faisant apparaître un chiffre au moins égal à 0,33.

C'est dans la catégorie des SII que l'on trouve la plus importante densité de coefficients élevés, ce qui est tout à fait logique, tant par le statut de ces sociétés que par leur activité dédiée pour les trois quarts au logement. Pour les autres, on trouvera ci-après (tableau 3) celles qui ont ces trois coefficients supérieurs à 0,50 et le nom des sociétés corrélées avec, entre parenthèses, d'abord la nouvelle classe adoptée puis l'ancienne. La plupart correspondent aux anciennes catégories VI (Sicomi-crédit-bail) et II (Sicomi locatives). Ceci confirme l'homogénéité de ces deux catégories. Mais trois de ces sociétés, CFI, Codétour, et GFF sont corrélées avec des sociétés dont les activités semblaient a priori moins comparables (tableau 3).

## 6. Regroupement en cinq sous-groupes

L'analyse des corrélations inter-sociétés permet de regrouper celles-ci en cinq catégories à peu près homogènes présentées dans le tableau 4, avec leur capitalisation boursière au 30 juin 1991. Cette nouvelle classification aboutit en fait à supprimer la différenciation traditionnelle entre Sicomi classique et Sicomi locative, tout comme celle des foncières holdings et des

foncières bureaux, et à regrouper les sociétés ayant des activités de promotion, d'hôtellerie ou de gestion de parkings sous la rubrique divers. Les catégories I, II et V correspondent à l'immobilier «non-résidentiel» et les III et IV à l'immobilier «résidentiel» avec une répartition 60/40 entre ces deux grands groupes au niveau de la capitalisation boursière.

Tableau 4

Numéro	Intitulé	Capitalisation boursière en francs
I	Foncières holdings	23 309 257 000
II	Sicomi	36 061 443 000
III	Foncières logements	13 462 992 000
IV	SII	27 051 498 000
V	Divers	5 327 425 000

## 7. Taux d'intérêt et emprunts obligataires à long terme

Dans une étude sur les sociétés immobilières cotées, une comparaison avec les taux d'intérêt s'impose, non seulement parce que le résultat des sociétés de crédit-bail est normalement sujet à ses variations, mais aussi parce que l'immobilier est, par nature, un gros consommateur de fonds. En outre, il faut pouvoir rapprocher les performances de ces sociétés des résultats obtenus par un placement obligataire. Dans l'un et l'autre cas, il ne peut s'agir que de taux longs.

Les données (mensuelles) sur les taux longs, pour les quinze années étudiées, proviennent de la société Datastream, tels qu'ils sont produits pour le Fonds monétaire international. Depuis 1980 la référence est le TME, taux mensuel des emprunts d'État. Il correspond à une moyenne des taux de rendement actuariels d'un échantillon d'emprunts, calculés à partir des cours du dernier jour de bourse de chaque semaine. Il s'agit d'emprunts à taux fixe, amortissables et sans clause d'indexation, dont la prochaine échéance de remboursement est dans plus de sept ans à la date de calcul, avec un coupon régulier de périodicité au maximum annuelle. L'indice officiel est la moyenne, pondérée par

les encours, des taux de rendement actuariel net de chacun des emprunts de l'échantillon. La mise à jour est quotidienne : les nouveaux emprunts y entrent dès leur première cotation et les anciens en sortent le jour du coupon à sept ans de la maturité. C'est ce taux qui sera pris comme taux sans risque puisqu'il s'agit d'emprunts d'État.

L'évolution du cours des emprunts obligataires provient de la base des données de l'IOF<sup>(10)</sup> (Université d'Orléans). Nous avons retenu l'indice des emprunts obligataires du secteur privé avec réinvestissement des coupons. Dans la mesure où l'ensemble des indices calculés pour l'étude des sociétés foncières se fondait sur des rentabilités tenant compte du réinvestissement des dividendes, il était nécessaire pour rester homogène de tenir compte du réinvestissement des coupons dans le calcul du rendement des emprunts obligataires. Dans le même souci d'homogénéité nous avons préféré les emprunts du secteur privé aux emprunts d'État pour la comparaison des rentabilités.

## II Méthodologie de construction des indices sectoriel

Cette section décrit la méthodologie de calcul des différents indices d'évolution identifiés lors de la partie précédente. La méthode retenue s'inspire directement de celle utilisée par les autorités de marché pour la construction de l'indice Cac : outre les accidents de capitalisation liés aux diverses opérations qui affectent les titres de l'échantillon, il importe en effet ici de tenir compte des chocs introduits dans le calcul des indices par l'entrée et la sortie de titres dont la durée de présence sur la période d'étude n'est pas homogène. L'approche retenue s'écarte cependant de la démarche officielle dans la mesure où les cours manquants des titres font l'objet d'un remplacement.

Après une présentation succincte de la base AFFI-SBF, cette procédure de remplacement est détaillée dans un second paragraphe, tandis qu'un troisième présente la méthodologie de construction et de calcul des indices nus. Enfin, dans le but de gommer les distorsions introduites par des politiques de distribution souvent différentes et liées dans certains cas à la nature juridique même des sociétés, les indices nus sont corrigés pour tenir compte d'un réinvestissement du dividende net servi.

### 1. La base AFFI-SBF

Les différents indices ont été calculés à partir des données individuelles quotidiennes extraites de la base AFFI-SBF. Cette base rapporte pour chaque séance de bourse les cours d'ouverture, dividendes, volumes, capitalisations et coefficients correcteurs de 1 169 actions cotées sur les différentes places françaises, et ce sur une période qui s'étend de janvier 1977 à juin 1991. La table des cours quotidiens a été complétée, lorsque

Tableau 5

### Évolution de la capitalisation des Sociétés immobilières cotées

	FH	Sicomi	FL	SH	Divers	Total	% du total des capitalisations
1977	1154	4199	472	4281	425	10531	10,0 %
1978	1623	10549	644	5460	429	18705	11,6 %
1979	2276	11006	1190	7670	459	22601	11,9 %
1980	3209	11325	1689	8448	433	25104	11,0 %
1981	2824	9394	1308	5617	363	19506	10,6 %
1982	3300	12360	2488	6339	548	25035	13,8 %
1983	4605	17909	3195	9764	626	36099	12,3 %
1984	5953	21850	4600	11743	850	44996	11,9 %
1985	9782	28704	8128	18955	1710	67278	11,8 %
1986	15644	35376	12677	25345	2066	91107	9,4 %
1987	12543	29719	9440	23433	1645	76781	9,7 %
1988	15960	33343	11259	24287	4566	89415	6,2 %
1989	26120	34659	16793	26357	5544	109474	5,3 %
1990	21797	32251	14083	25709	4716	98556	6,1 %
1991	23309	33620	13463	22477	5004	97873	5,3 %

cela était nécessaire, grâce aux informations disponibles dans la table des opérations sur titres (table OST), et l'affectation des valeurs dans les divers indices catégoriels s'est appuyée pour partie sur les informations fournies par la table enregistrent les secteurs d'activité successifs d'une valeur (structure 12).

La part des valeurs immobilières cotées a été calculée à partir de la capitalisation totale des valeurs répertoriées dans la base AFFI-SBF dont l'ensemble des données représente plus de 90 % de la capitalisation des valeurs françaises à revenu variable cotées dans les différentes bourses françaises. Cette part des valeurs immobilières cotées se situe en moyenne à 9,80 %, mais avec une diminution très prononcée les quatre dernières années (tableau 5).

L'annexe I indique le nom des sociétés retenues classées suivant le regroupement en cinq secteurs définis au paragraphe 6., avec le nombre d'observations, leurs dates de présence dans la base, leur capitalisation boursière et le taux de remplacement des données manquantes.

### 2. Le remplacement des données manquantes

Deux types de situations peuvent se trouver à l'origine de données de cours manquantes : d'une part, les jours sans séance de bourse, d'autre part, l'absence de cours d'équilibre pour un titre durant une séance donnée. Dans ce dernier cas peut cependant figurer un cours indicatif marqué offert ou demandé.

Les données de cours manquantes constatées sur les titres de notre échantillon ont fait l'objet d'un remplacement. Parmi les différentes méthodes envisageables (remplacement par le dernier cours connu, par le premier cours suivant...) nous avons retenu la méthode de la répartition uniforme décrite dans Hachette et Mai [1991]. L'interpolation effectuée

revient à considérer que la rentabilité observée entre les deux jours qui encadrent la période présentant des cours manquants est distribuée de manière uniforme sur chacun des jours de cette période. La méthode n'est pas sans biais dans la mesure où le lissage effectué conduit à une réduction de la volatilité. Elle apparaît cependant comme étant celle qui affecte le moins les propriétés des actifs.

En supposant que l'on note

$C^-$  : le dernier cours disponible avant le cours manquant,

$C^+$  : le premier cours disponible faisant suite au dernier cours manquant,

$k$  : le nombre de cours manquants consécutifs,

la valeur du  $i^{\text{ème}}$  cours manquant,  $C_i$ , est remplacée selon la formule suivante :

$$C_i = \exp \left\{ \log(C^-) + \frac{1}{k+1-i} \log \left( \frac{C^+}{C^-} \right) \right\} \quad [1]$$

Bien que les valeurs présentant un taux de remplacement élevé (cf. annexe I) influencent le calcul des bêtas, elles ont été conservées afin d'assurer l'exhaustivité de notre échantillon.

### 3. Le choix des indices

Le poids accordé à chacun des actifs dans la construction de portefeuilles, de même que le choix d'un indice de référence ont une incidence sur les mesures de sensibilité d'un portefeuille de titres par rapport aux variations de l'ensemble du marché.

S'agissant des valeurs immobilières cotées, les portefeuilles constitués regroupent des valeurs dont le degré de capitalisation est variable. Pour des motifs de représentativité, les indices d'évolution construits pour cette étude accordent donc à chaque titre un poids en fonction de sa capitalisation.

Il n'en reste pas moins que le groupe des SII présente, en début de période, une capitalisation 10 fois supérieure à celle du groupe «divers». Les mesures de sensibilité pour ce dernier groupe devraient donc se trouver affectées d'un biais du  $\beta$  vers 0 en raison d'un asynchronisme davantage marqué pour les titres à faible capitalisation. Une correction envisageable aurait consisté à retenir pour le calcul des  $\beta$  un indice de marché différent selon le degré de capitalisation du groupe étudié : indice pondéré par les capitalisations pour les groupes fortement capitalisés, équipondéré pour les autres (cf. Hamon et Jacquillat [1992]).

Toutefois, dans la mesure où les estimations se font essentiellement sur la base de rentabilités hebdomadaires, voire mensuelles pour les obligations, le biais d'asynchronisme devrait se trouver partiellement gommé. Comme nous serons amenés par ailleurs à opérer divers regroupements des secteurs de base, nous avons choisi, pour des raisons d'homogénéité dans les calculs, de retenir pour seul indice de référence un indice AFFI-SBF pondéré par les capitalisations.

### 4. Les indices nus

L'approche retenue considère des indices pondérés par la capitalisation des titres entrant dans leur composition.

$$\text{Indice}_{j,t} = \frac{\sum_{i=1}^n (\text{Cours}_{i,t} \times \text{Nba}_{i,t})}{\text{CBA}_{j,t}} \times E \quad [2]$$

La relation [2] précise ainsi que la valeur d'un indice donné, pondéré, à l'instant  $t$ , est égale à la somme des capitalisations (entre parenthèses) des  $n$  actions entrant dans sa composition, divisée par la capitalisation de base ajustée de l'indice, le tout multiplié par un facteur d'échelle  $E$  constant dans le temps. Dans le cas des indices calculés, le facteur d'échelle a été fixé à 100, le nombre d'actions retenu est variable d'un indice à l'autre, la capitalisation de base ajustée au 3 janvier 1977, date à laquelle débute notre étude, est égale à la capitalisation de l'indice <sup>(11)</sup> ; par construction, la valeur de chaque indice en début de période est ainsi de 100.

Les évolutions quotidiennes des cours entraînent une variation des capitalisations se traduisant par une variation des valeurs d'indice. La capitalisation de base n'est en revanche modifiée qu'en présence d'accidents susceptibles d'affecter la valeur de l'indice indépendamment de la valeur des sociétés cotées. A supposer par exemple que le nombre de sociétés d'un indice se trouve modifié du fait de l'introduction d'une nouvelle valeur au cours de la période, la capitalisation de celui-ci s'en trouvera mécaniquement augmentée sans que cet accroissement traduise un accroissement de la valeur des sociétés qui le composent. L'accident de capitalisation est dans ce cas positif et sa valeur est égale à la capitalisation de la société considérée au jour de son introduction dans l'indice. La neutralisation de ces accidents est obtenue au moyen d'une correction de la capitalisation de base ajustée.

D'une manière générale, les opérations nécessitant de tels ajustements sont les suivantes :

- toute opération sur titres de nature à induire une variation positive ou négative de la capitalisation boursière : émission en numéraire, distribution d'actions gratuites...
- les entrées et sorties de titres dans les indices calculés.

De façon plus formelle et en notant :

$I_{j,t-1}$  : la valeur de l'indice  $j$  avant opération,

$I_{j,t}$  : la valeur de l'indice  $j$  après opération,

$\text{CBA}_{j,t-1}$  : la capitalisation de base ajustée de l'indice  $j$  avant opération,

$\text{CBA}_{j,t}$  : la capitalisation de base ajustée de l'indice  $j$  après opération,

$\text{CB}_{j,t-1}$  : la capitalisation boursière de l'indice  $j$  au jour  $t-1$ ,

$\Delta \text{CB}_j$  : la variation de capitalisation provoquée par l'opération.

Sous l'hypothèse de constance des valeurs des

actions incluses dans l'indice j entre (t-1) et t, l'égalité  $I_{j,t} = I_{j,t-1}$  doit être vérifiée, soit :

$$100 \times \frac{CB_{j,t-1} + \Delta CB_j}{CBA_{j,t}} = 100 \times \frac{CB_{j,t-1}}{CBA_{j,t-1}} \quad [3]$$

pour un facteur d'échelle égal à 100.

La correction à opérer consiste donc à ajuster la capitalisation de base par la relation suivante :

$$CBA_t = CBA_{t-1} \times \left( 1 + \frac{\Delta CB}{CB_{t-1}} \right) \quad [4]$$

## 5. Les indices avec réinvestissement du dividende

Afin d'effectuer une comparaison valable des différences de comportements entre secteurs, les indices analysés intègrent un réinvestissement du dividende net distribué (sans tenir compte donc de l'impôt fiscal). Cet ajustement apparaît ici d'autant plus nécessaire que les taux de distribution pratiqués, liés dans certains cas à la nature juridique des sociétés, s'avèrent extrêmement variables d'un groupe à l'autre (tableau 8).

Ces nouveaux indices sont calculés directement à partir de l'indice nu de la façon suivante, en notant :

$RN_{j,t}$  et  $RN_{j,t-1}$  : les indices de rentabilité nette au jour t et à la clôture de la veille,

$I_{j,t}$  et  $I_{j,t-1}$  : les indices nus au jour t et à la clôture de la veille,

$DN_{j,t}$  : l'ensemble des dividendes nets versés par les sociétés entrant dans l'indice j, calculé après d'éventuelles opérations en capital à effet au jour t, alors :

$$RN_{j,t} = RN_{j,t-1} \times \frac{I_{j,t} + 100 \times \frac{DN_{i,t}}{CBA_{i,t-1} \left( 1 + \frac{\Delta CB_i}{CB_{i,t-1}} \right)}}{I_{j,t-1}} \quad [5]$$

pour un facteur d'échelle égal à 100.

## Les résultats

Les résultats présentés portent à la fois sur les rendements, la rentabilité et le risque des sociétés immobilières cotées, au travers de l'élaboration des index, complétés par un indicateur de performance globale et un positionnement dans le plan risque-rentabilité au début et à la fin des trois sous-périodes. Ces résultats sont précédés d'une étude sur les corrélations entre indices afin de mettre en évidence le comportement des uns par rapport aux autres.

### I Étude des corrélations entre indices

Il existe une corrélation très forte (0,77) entre l'indice de marché et celui des foncières holdings. Elle découle logiquement de la diversification des place-

Tableau 6

	Obligations	SBF-AFFI	FH	Sicomi	FL	SII	Divers
Obligations	1,00	0,39	0,35	0,40	0,30	0,36	0,16
SBF-AFFI	-	1,00	0,77	0,53	0,58	0,47	0,42
FH	-	-	1,00	0,53	0,62	0,59	0,32
Sicomi	-	-	-	1,00	0,50	0,63	0,24
FL	-	-	-	-	1,00	0,51	0,36
SII	-	-	-	-	-	1,00	0,23
Divers	-	-	-	-	-	-	1,00

ments réalisés par ces dernières.

Il en est de même, à un niveau plus modeste, pour les corrélations avec les foncières logements et les divers. L'indice de marché, lui-même corrélé avec l'indice obligataire (0,39), présente aussi une corrélation voisine de 50 % avec les Sicomi et les SII qu'il est plus difficile d'analyser (tableau 6).

Mais en éliminant l'influence de l'indice de marché (tableau 7), il est possible de déterminer le type de société qui présente une réelle sensibilité aux variations des taux longs. C'est le cas des Sicomi (0,25) et celui des SII (0,25), dont le coefficient de corrélation est nettement plus élevé que celui des sociétés foncières (0,08 et 0,10). Quant à la catégorie des divers, leur absence de corrélation offre une réelle possibilité de diversification pour un portefeuille immobilier.

Ainsi se trouvent quelque peu fondées les affirmations sur le comportement «obligataire» des Sicomi et des SII. Ce comportement n'est probablement pas étranger à la politique de distribution des dividendes qui leur est imposée statutairement.

Tableau 7

	Obligations	FH	Sicomi	FL	SII	Divers
Obligations	1,00	0,08	0,25	0,10	0,25	-0,01
FH	-	1,00	0,22	0,33	0,41	-0,01
Sicomi	-	-	1,00	0,28	0,55	0,02
FL	-	-	-	1,00	0,32	0,15
SII	-	-	-	-	1,00	-0,01
Divers	-	-	-	-	-	1,00

### II Les rendements

Le tableau 8 rapproche les taux longs, les taux de rendement net correspondant aux cinq index construits et celui du marché, pendant les trois sous-périodes. Le taux de rendement net permet d'apprécier les efforts respectifs des sociétés tant au niveau des bénéfices dégagés qu'au niveau de leur politique de distribution. Le taux global qui mesure le rendement réel qu'en retire l'actionnaire est le même pour les Sicomi et les SII, mais doit être augmenté de 50 % pour les autres afin de tenir compte de l'impôt fiscal.

On constate que les Sicomi et les SII ont un rendement net très élevé par rapport à celui de toutes les autres catégories. Il suit sensiblement l'évolution des taux longs avec un différentiel de l'ordre de 3 %.

Tableau 8

**Comparaison des taux de rendement net en %**

Période	FH	Sicomi	FL	SII	Divers	AFFI-SBF	Taux LT
1977-1981	3,90	9,72	3,12	8,14	6,36	5,45	11,37
1982-1986	3,20	8,62	2,42	7,86	4,92	4,24	12,28
1987-1990	2,58	7,43	1,50	5,18	3,95	2,43	9,31

Tableau 9

**Comparaison de la moyenne annuelle des taux de rentabilités**

Période	FH	Sicomi	FL	SII	Divers	AFFI-SBF	Obligation
1977-1981	14,1	13,7	17,2	11,5	-3,5	16,5	17,7
1982-1986	40,4	36	40,7	40,9	47,6	38,6	18,1
1987-1991	7,6	-0,7	0	0,5	19	9,6	10
1977-1991	19,9	16,1	17,4	17	15,4	20,7	15,4

L'obligation de distribution de 85 % de leurs bénéfices n'est bien sûr pas étrangère à la stratégie menée par ces sociétés. Par contre, il est étonnant de constater que les foncières ont des taux de rendement inférieurs de près de moitié à celui de la moyenne du marché, ce qui peut signifier qu'elles ont privilégié la plus-value.

**III Les rentabilités**

Le graphique 3.0 présente l'évolution des cinq indices de base ainsi que celui du marché et le tableau 9 les rentabilités annuelles moyennes (12) pendant chaque période.

Observons en premier lieu qu'excepté l'indice des

divers, tous les autres se regroupent en janvier 1988. Cela signifie qu'un investisseur qui aurait acheté ces différents indices en janvier 1977 pour les revendre onze ans après en janvier 1988, aurait obtenu pratiquement les mêmes résultats, quels que soient les titres retenus, y compris l'indice de marché.

Ensuite, les évolutions de ces indices, les uns par rapport aux autres, mettent en évidence deux groupes de courbes. Le premier est composé des SII et des Sicomi, leurs courbes se juxtaposant pratiquement pendant les quinze années (13). Le deuxième est composé de l'indice de marché, et des indices correspondant aux foncières holdings, aux foncières logements et aux divers. L'évolution de ces différents indices est très semblable, avec des décalages plus ou moins importants sur la période 1986-1991. L'indice des «divers» démarre avec retard dans la mesure où, avant 1982, il ne comprenait que quatre sociétés (Saïmag, Uii, Smci et Sinvim) de faible capitalisation boursière et cotées très irrégulièrement.

Pour tenir compte de ces observations et afin de visualiser plus aisément les résultats obtenus, et de les comparer aux données sur les taux, nous avons créé les graphiques suivants :

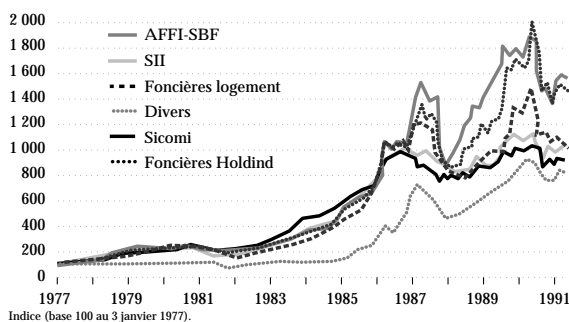
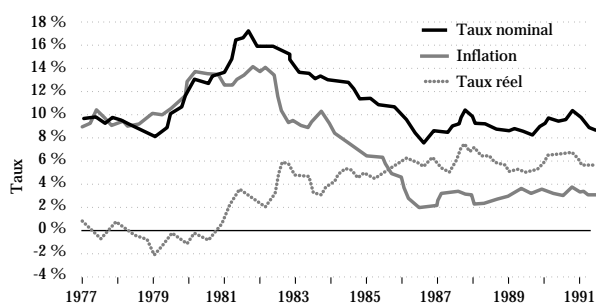
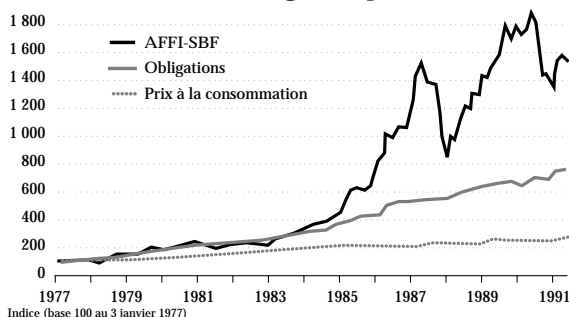
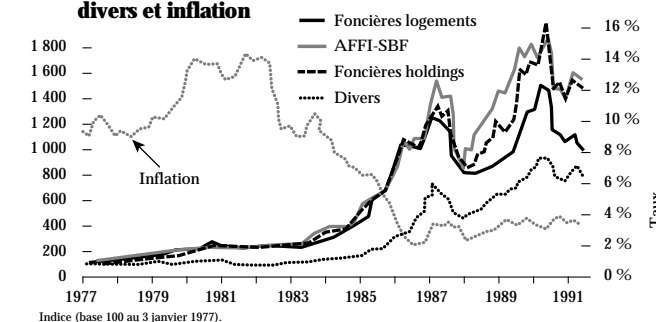
**3.1** Taux nominal, taux d'inflation, taux réel.

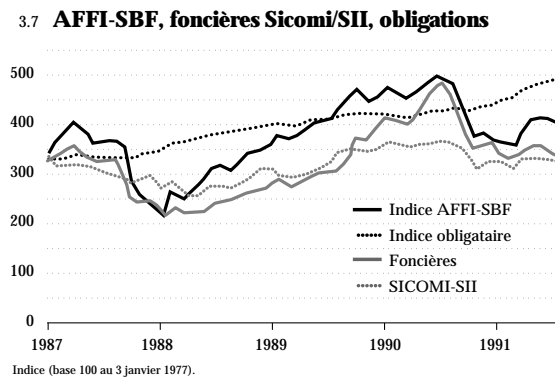
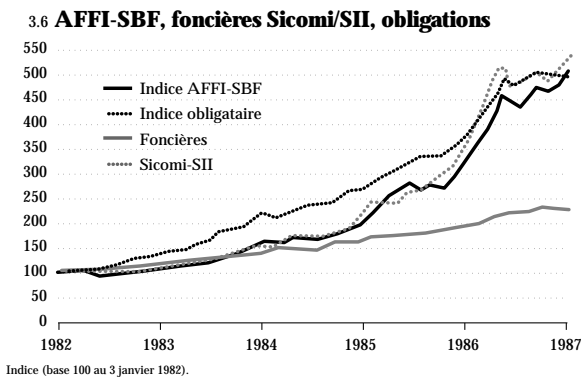
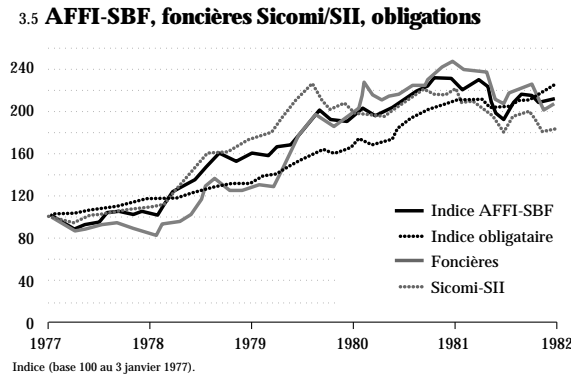
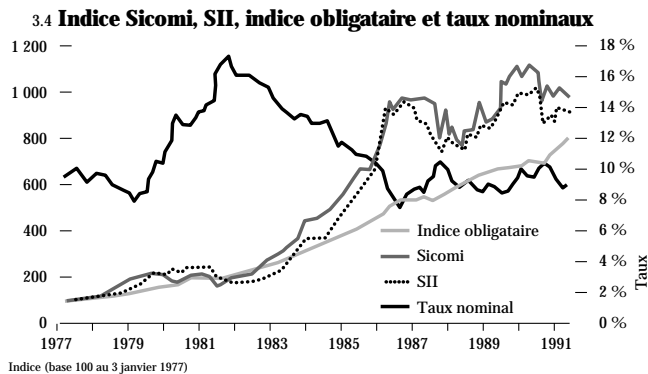
**3.2** AFFI-SBF, obligations, prix à la consommation.

**3.3** Foncières holdings, foncières logements, AFFI-SBF, taux d'inflation.

**3.4** Sicomi, SII, obligations, taux nominaux.

Pour les trois sous-périodes, les sociétés immobilières sont regroupées en deux catégories : «Foncières» pour les foncières holdings et les foncières logements et

**3.0 Évolution des cinq indices de base et de l'indice AFFI-SBF****3.1 Taux nominal, taux d'inflation, taux réel****3.2 Indices AFFI-SBF, obligations, prix à la consommation****3.3 AFFI-SBF, foncières holding et logements, divers et inflation**



«Sicomi-SII» pour les sociétés ayant bénéficié d'un régime fiscal dérogatoire. Il en résulte les graphiques suivants :

AFFI-SBF, foncières, Sicomi-SII, obligations

- 3.5** 1977-1981,
- 3.6** 1982-1986,
- 3.7** 1986-1991.

Pour l'ensemble de la période, on constate que les sociétés foncières ont suivi l'évolution de l'indice de marché avec des écarts plus ou moins importants. Les foncières holdings passent de l'indice 100 en janvier 1977 à l'indice 1 500 en juin 1991, très proche de celui d'AFFI-SBF (1 550). Les foncières logement n'atteignent que l'indice 1 000 et la catégorie divers 800. Bien qu'inférieures au marché des actions, les rentabilités obtenues par les Sicomi (900) et les SII (1 000) sont supérieures à celles du marché obligataire (800). On notera d'ailleurs que de 1981 à fin 1989, leur évolution est à peu près symétrique de celle des taux longs.

Il serait pourtant prématuré d'en déduire que, sur longue période, les rentabilités des Sicomi et des SII sont nettement inférieures à celles du marché des actions. Cela dépend de la date retenue pour effectuer la comparaison. Rappelons, en effet, que de 1969 à 1977, la rentabilité annuelle des actions françaises (hors dividendes) a été en moyenne de 6 % par an, tandis que celle des obligations était de 3 %<sup>(14)</sup>. En prenant comme origine l'année 1969, les résultats auraient donc été fort différents. Ce qui conduit à un découpage en trois sous-périodes – avec une base 100 pour chacune d'entre elles – permettant d'observer plus finement

l'évolution de ces différents indices.

De 1977 à 1981, les taux d'intérêt ont d'abord diminué de 10 à 8 % en deux ans pour bondir à 16 % en fin de période. La meilleure rentabilité est alors obtenue par les obligations suivies des foncières. Par contre, fin 1986, après une période de diminution constante des taux, les index Sicomi-SII (500), foncières (510) et SBF (540) ont un score plus de deux fois supérieur à celui des obligations (230). La dernière période, 1986-1991, voit une remontée du marché obligataire qui atteint l'indice 150 contre 100 pour celui des foncières et des Sicomi-SII. C'est aussi la plus perturbée au niveau du chevauchement des courbes et de l'évolution des taux d'intérêt.

En définitive, si la meilleure performance en termes de rentabilité a été obtenue pour l'ensemble de la période par le marché des actions et donc par les foncières holdings qui «collent» à l'indice de marché, les résultats sont beaucoup plus contrastés lorsque la date origine des index comme la période d'observation sont modifiées dans le temps.

#### IV Analyse du risque

Le graphique 4.0 donne l'évolution des bêtas glissants entre janvier 1980 et juin 1991 pour les deux groupes, sociétés foncières et Sicomi-SII, avec en arrière plan l'évolution des taux longs et du taux d'inflation. Alors que le premier groupe évolue entre 0,8 et 1, le second est centré autour de 0,4 mais avec des amplitudes très élevées. La période la plus caractéristique va de juin

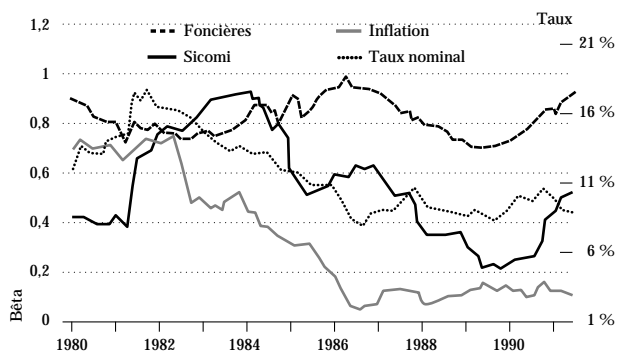
1981 à décembre 1984 pendant laquelle les volatilités se sont envolées pour rejoindre celles du marché. Plusieurs explications peuvent être recherchées pour justifier ce phénomène, soit au niveau des modifications de l'environnement économique, soit au niveau des volumes d'échanges, soit au niveau des taux d'intérêt.

Rappelons que cette période débute avec l'arrivée des socialistes au pouvoir et les incertitudes liées aux conséquences de la loi Quillot sur les loyers. Mais d'une part, cette loi ne concernait que les logements – donc uniquement les SII et les foncières logement – et d'autre part, la période d'incertitude ne s'est pas étendue sur plusieurs années.

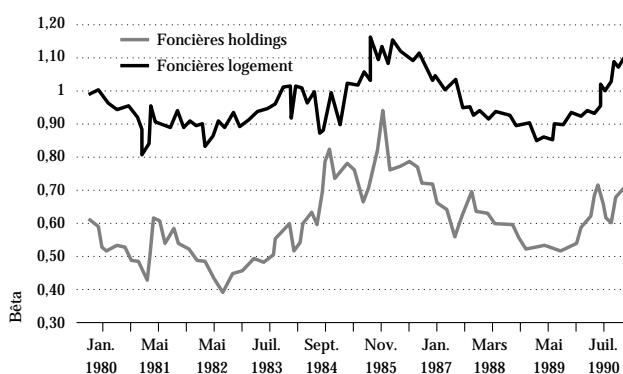
Au niveau des échanges de titres (les graphiques 4.4 et 4.5 représentent l'évolution du volume des capitaux échangés), on sait que l'augmentation importante de leur volume après la survenance d'événements influe sur le niveau de la volatilité. Or, il faut attendre le

milieu des années 1980 pour assister à une augmentation sensible de ce volume, période pendant laquelle le bêta retombe à 0,5. Mais comme le rappelle Grar [1992], contrairement à une annonce trimestrielle de bénéfices prévisionnels, une annonce de modification de la structure du capital modifie le risque de l'entreprise et le bêta peut se trouver ainsi affecté. Brennan et Copeland [1988] montrent qu'à la suite d'une division d'actions, le risque systématique augmente et que cet accroissement est persistant. Une telle hausse est en relation directe avec l'accroissement du risque dû à la baisse de liquidité de ces titres et matérialisée notamment par une baisse du volume de transactions. Dans le cas présent, il y a eu des modifications de structure de capital pendant cette période parmi les sociétés composant les indices des Sicomi et des SII (15), mais pas en nombre suffisant pour expliquer le doublement brusque du bêta de ces indices au troisième trimestre 1981.

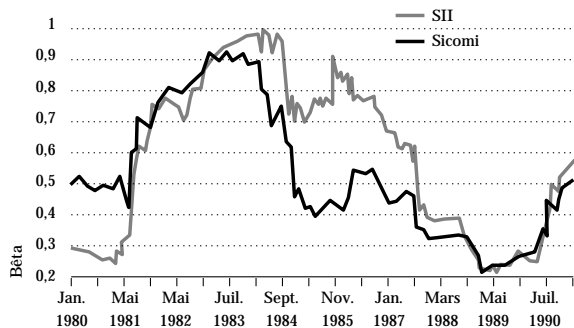
4.0 Bêta foncières et Sicomi-SII, inflation, taux nominal



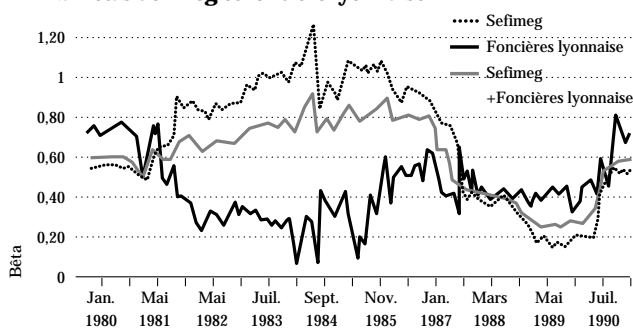
4.1 Bêta foncières holdings et foncières logements



4.2 Bêta Sicomi et SII

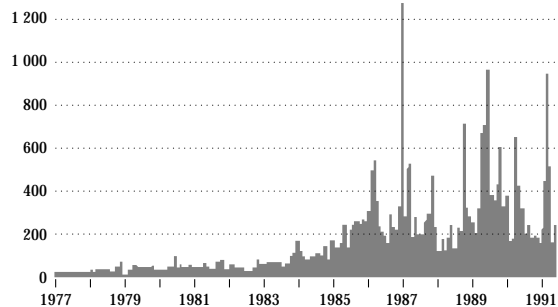


4.5 Bêtas Sefimeg et foncière lyonnaise



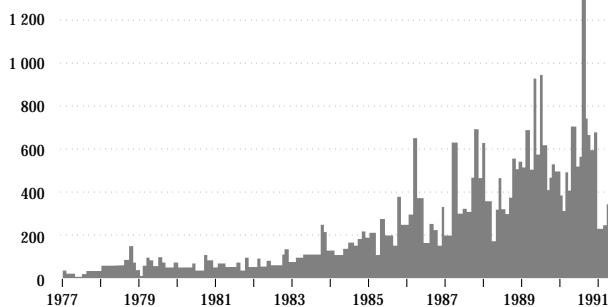
4.4 Volume SII

En millions de francs



4.5 Volume SII

En millions de francs



C'est donc au niveau de l'évolution des taux d'intérêt que l'explication paraît la plus probable. Observons en premier lieu qu'entre 1981 et 1984, les écarts de taux ont été très élevés puisqu'ils sont montés de 14 à 17 % dans un premier temps pour redescendre ensuite de 17 à 12 %. En second lieu, les Sicomi et les SII ont distribué, durant ces quatre années, des coupons particulièrement importants voisinant 10 %, alors qu'ils étaient de 6 % avant et de 5 % après cette période. En outre ces valeurs, dans la mesure où leur évolution est positivement corrélée aux variations des taux longs, ont un tempérament obligataire assez prononcé. Or, le risque et donc la volatilité d'une obligation a deux composantes. D'une part, le risque lié au prix de l'obligation et d'autre part, celui lié au réinvestissement du coupon. Si le premier détermine l'évolution normale du bêta, le second peut en modifier la structure. Dans le cas présent, l'incertitude entachant les fluctuations du taux d'intérêt, qui connaissait alors de fortes variations, est d'autant plus importante que le montant des coupons à réinvestir est élevé. Il est donc logique que, pendant cette période, il ait déterminé une élévation importante de la volatilité des titres correspondants.

Cette élévation de la sensibilité entre 1981 et 1984 se retrouve aussi lorsque l'on observe l'évolution de la prime de risque des taux longs par rapport à la fois aux taux courts et aux anticipations d'inflation (16). Artus [1995] met ainsi en évidence que cette prime de risque est fortement influencée par les variations des taux longs par rapport à la variation des taux d'inflation anticipée, «*la covariance de ces taux étant particulièrement élevée dans les poussées d'inflation des chocs pétroliers, puis dans la phase de désinflation du début des années 80*». La volatilité de l'immobilier-papier, lorsqu'il est pur, semble donc réagir à ces mêmes facteurs, ce qui confirme bien le comportement obligataire des titres correspondants.

Les graphiques 4.1 et 4.2 détaillent les volatilités, d'une part pour les foncières, et d'autre part pour les sociétés conventionnées. On observe sur le premier que les volatilités des foncières logements sont beaucoup plus faibles que celles des foncières holdings et sont centrées autour de 0,70 contre 1,0 pour ces dernières. Le second fait apparaître des variations plus importantes de la volatilité des SII par rapport à celle des Sicomi. En outre, de 1985 à 1987, les volatilités des SII sont très proches de celles des foncières logement, comme si, durant ce laps de temps, elles devenaient plus indépendantes de l'évolution des taux d'intérêt.

Enfin, le graphique 4.3 donne l'évolution des volatilités des sociétés Sefimeg et Foncière lyonnaise et celle de l'indice regroupant ces deux sociétés. Il a pour objet de mettre en évidence les conséquences d'une fusion de deux sociétés de statut différent sur l'appréciation de leur risque par le marché. Cette simulation fait référence aux restructurations en cours telles le rachat par Sefimeg de La Fourmi immobilière (17) ou celui de la Foncière lyonnaise par le groupe anglais Commercial Union. On y constate que ce regroupement lisse l'évolution des volatilités et tend à supprimer leurs caractéristiques propres.

## V Performance et couple rentabilité-risque

L'évolution des cours d'une société ne permet d'apprécier qu'une dimension de la performance : la rentabilité. Or, la rentabilité exigée d'un actif est étroitement liée au risque perçu. Il sera donc a priori normal que le taux de rentabilité observé soit plus élevé pour un titre plus risqué. Une mesure de performance doit donc tenir compte de cette relation. Un premier paragraphe présente la mesure retenue dans le cadre de cette étude. Un deuxième s'intéresse à l'évolution dans le temps des performances de chacun des groupes.

### 1. Le ratio de Sharpe : définition et calcul

Afin d'obtenir une mesure synthétique de la performance d'un actif, il convient de rapporter la rentabilité que procure celui-ci au risque qu'il comporte. On calcule à cet effet un ratio (ratio de Sharpe) défini comme suit :

$$S_i = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$$

avec  $S_i$  représentant la valeur du ratio de Sharpe du titre  $i$ ,  $R_i$  le taux de rentabilité du titre  $i$ ,  $R_f$  le taux sans risque et  $\sigma_i$  représentant l'écart-type des taux de rentabilité. Ce ratio fournit une norme de comparaison entre des actifs qui présenteraient des niveaux de risque différents, en mesurant pour chacun la rentabilité dégagée en excès du taux sans risque par unité de risque véhiculée (18).

L'analyse des performances a été menée à partir de l'étude des ratios de Sharpe obtenus mensuellement sur chacun des indices et sous-indices constitués. En notant :

$I_{i,m}$  : la valeur de l'indice sectoriel  $i$  en fin de mois  $m$ .

$T_m$  : la valeur moyenne des taux longs sur le mois  $m$ .

La rentabilité mensuelle en excès du taux sans risque pour le mois  $m$  s'écrit :

$$RX_{i,m} = R_{i,m} - \frac{T_m}{12} \text{ avec } R_{i,m} = \frac{I_{i,m} - I_{i,m-1}}{I_{i,m-1}}$$

La moyenne des rentabilités mensuelles en excès du taux sans risque sur les douze mois précédant le mois  $m$  vaut alors :

$$\overline{RX}_{i,m} = \frac{1}{12} \sum_{t=0}^{m-1} RX_{i,m-t}$$

La volatilité mensuelle historique sur les douze mois précédant le mois  $m$  s'écrit donc :

$$SD_{i,m} = \sqrt{\frac{1}{12} \sum_{t=0}^{m-1} (R_{i,m-t} - \overline{R}_{i,m-1})^2}$$

Soit une valeur de l'indice de Sharpe pour le mois  $m$  sur l'indice  $i$  donnée par :

$$S_{i,m} = \frac{\overline{RX}_{i,m}}{SD_{i,m}}$$

## 2. Analyse des performances

Les performances des différents indices telles que les retracent les graphiques 5.1 à 5.6 présentent une grande similitude d'évolution sur l'ensemble de la période. Aucun groupe ne semble ainsi sur-performer ou sous-performer par rapport aux indices concurrents à l'exception du secteur «divers», en retrait sur une majeure partie de l'intervalle de temps étudié. Ces résultats sont confirmés de manière plus formelle : les tests de la moyenne (non reportés ici) montrent en effet qu'il n'existe aucune différence significative entre la performance moyenne des indices obligataires, AFFI-SBF, foncières et Sicomi-SII pendant la période 1977-1991.

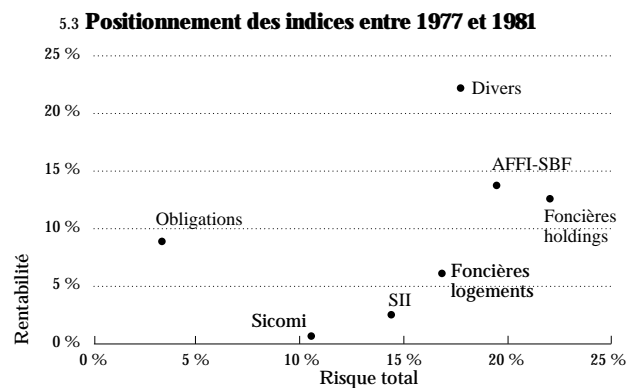
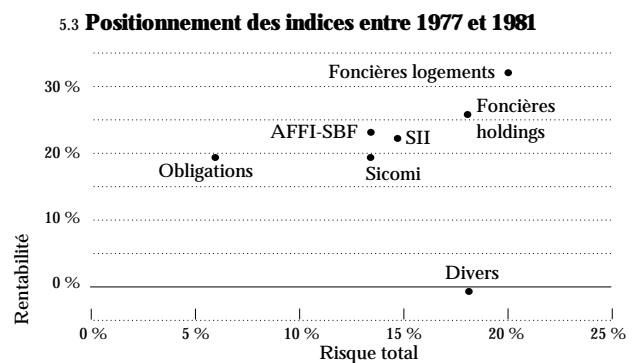
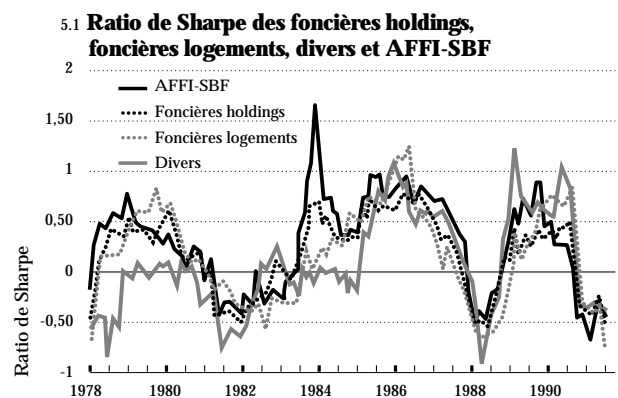
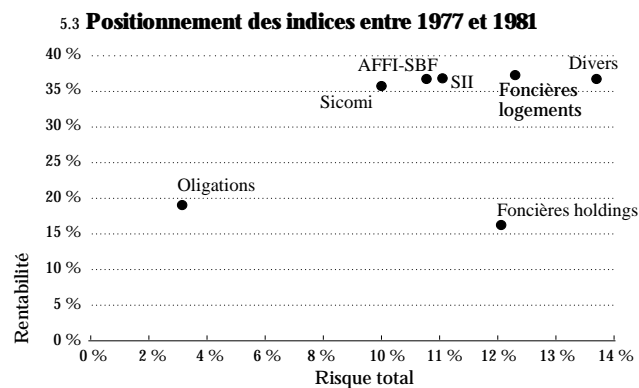
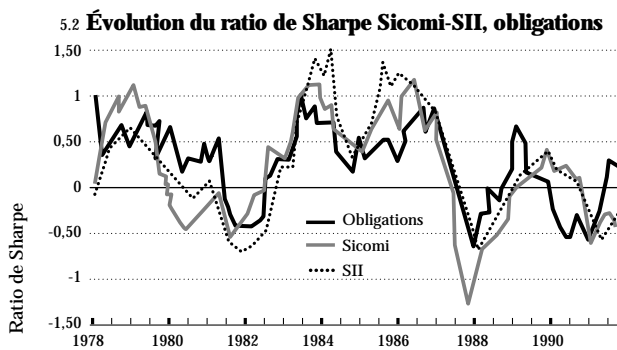
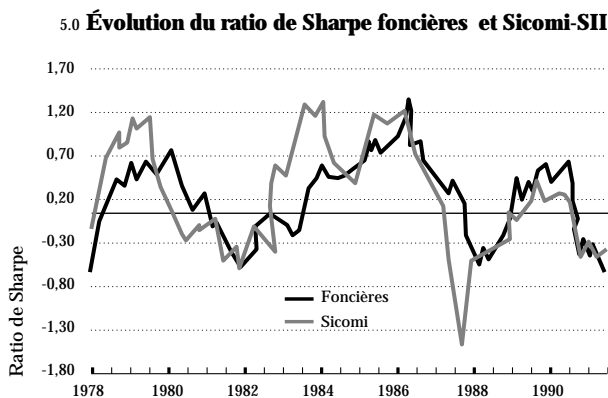
## 3. Positionnement dans le plan risque-rentabilité

Les résultats en termes de performance sont en grand partie corroborés par les résultats que fournit le positionnement des divers points dans le plan risque-

rentabilité. Cette représentation, qui s'appuie sur les valeurs moyennes de rentabilité et de volatilité observées pour les différents indices sur trois sous-périodes adjacentes (graphiques 5.4 à 5.6) apporte toutefois quelques éléments d'informations supplémentaires.

Elle confirme, s'agissant de la première sous-période, la sous-performance relative du compartiment «divers» dominé par des secteurs telles les Sicomi, SII ou foncières holdings qui procurent une rentabilité supérieure pour un niveau de risque moindre. Le caractère comparable des performances des différents autres indices est en outre attesté par l'alignement des points dans le plan. Les SII et Sicomi apparaissent comme les placements immobiliers les moins risqués, même si le niveau de leur risque total est comparable avec le risque total observé pour l'ensemble du marché des actions.

La deuxième sous-période se caractérise toujours par un net alignement de la plupart des points, signe d'un niveau comparable des performances. La pente de la



droite qui ajuste ces différents points connaît par ailleurs une augmentation signe d'une meilleure rémunération du risque par le marché. La hiérarchie des risques entre les différents indices est préservée. On note en revanche une chute de la performance des foncières holdings désormais dominées par les Sicomi et les SII et une normalisation de la performance du secteur divers.

La troisième sous-période est, quant à elle, marquée par une sous-performance générale du secteur immobilier attestée par une moindre rentabilité, en comparaison du risque, des indices SII, Sicomi, foncières holdings, foncières logement, au regard de l'indice obligataire ou de l'indice actions AFFI-SBF. Seul l'indice divers affiche une performance normale pour la période. Cette dernière sous-période est également caractérisée, du point de vue du risque, par un rapprochement des indices SII et Sicomi de l'indice obligataire.

En fusionnant les graphiques présentant, à cinq ans d'intervalle, les situations du couple risque-rentabilité des indices des différentes catégories d'actifs, on s'aperçoit qu'une certaine hiérarchie demeure. Comme il se doit, en bas de l'échelle, les obligations du secteur privé qui présentent toujours un niveau de risque très faible (3 à 5%) et une rentabilité inférieure à celle du marché. Viennent ensuite les Sicomi suivies des SII, puis les foncières logement et, pour terminer l'indice de marché entouré des foncières holdings et des divers. Dans la mesure où durant les deux premières périodes, la volatilité des Sicomi et des SII est élevée, il est logique que leur positionnement sur le plan risque-rentabilité soit proche de celui du marché. Inversement, dans la dernière période, la hiérarchie est pleinement significative. Le seul anachronisme provient de la situation des Sicomi par rapport aux SII, de l'immobilier commercial par rapport au logement. Mais le statut hybride des Sicomi en est l'élément explicatif.

\*  
\* \*

Cette étude, confirme plusieurs constats des professionnels dont certains sont fortement ancrés dans le jugement des particuliers. En effet, sur une période relativement longue et qui a connu de nombreux bouleversements, le placement immobilier, quand il est «pur», se révèle une bonne protection contre l'inflation, avec une rentabilité supérieure au placement obligataire et un risque inférieur à celui du marché des actions. Ce placement peut être considéré comme «pur» lorsqu'il porte sur des sociétés immobilières dont les actifs sous-jacents sont composés uniquement d'immeubles, résidentiels ou non, et qu'il procure un rendement élevé. Par contre, lorsque les actifs sont diversifiés et composés non seulement d'immeubles mais de participations dans des activités industrielles et commerciales, le marché assimile plus ou moins ce placement à celui des actions traditionnelles. Il faut enfin noter la croissance considérable de la valeur des titres pendant la période étudiée. L'indice de marché est passé de 100 à 1 500, c'est-à-dire qu'il a été multiplié par quinze en quinze ans.

L'observation des sociétés immobilières, au travers de groupes homogènes quant à la composition des actifs, pendant une période assez longue qui a connu des écarts considérables au niveau des taux longs, constitue le fondement de cette étude. Par contre, on peut déplorer que la période s'achève en 1991, juste avant la crise immobilière qui s'étend sur les cinq années suivantes. Mais outre que les données sur ces dernières années ne sont pas encore toutes disponibles, les regroupements proposés, qui ont permis d'homogénéiser le choix des titres pour la construction des indices, auraient été moins pertinents, les nouvelles réglementations autorisant une recomposition des actifs à partir de cette date. Une étude complémentaire est prévue afin de confirmer ou d'infirmer les conclusions dégagées par celle-ci et mettre en évidence les conséquences des périodes de crise sur la pierre-papier.

En termes de performance globale et sur la base de ces quinze années, on observe que les sociétés immobilières ont des résultats très comparables à ceux des autres placements. Elles offrent donc l'opportunité de permettre une modulation particulière du couple rentabilité-risque. En particulier, tant au niveau de la rentabilité que du risque, les Sicomi dont les actifs sont composés d'immeubles de bureaux, d'entrepôts et de magasins ne se différencient que fort peu des SII dont le patrimoine est composé de logements. Ainsi le marché semble évaluer au même prix les uns et les autres et considérer qu'il n'y a pas de différence à faire, a priori, entre les m<sup>2</sup> de bureaux ou de surfaces commerciales et les m<sup>2</sup> de logements. Les écarts constatés sur le prix du physique proviendraient alors plus du résultat de réglementations sectorielles (droits à construire, baux, fiscalité, par exemple) que de différences dans les caractéristiques des produits proposés. C'est un point important dans la mesure où les acteurs peuvent en permanence arbitrer entre ces différents marchés pour améliorer leur performance. Le fait que certains bureaux vides aient été récemment transformés en logements correspond aussi à cette logique de marché.

Mais l'intérêt de cette étude est aussi de mettre en évidence le comportement obligataire des placements immobiliers quand ils sont «purs». Ainsi, en faisant abstraction des variations dues au marché, on s'aperçoit que ce sont les seules sociétés qui soient positivement et significativement corrélées avec le marché obligataire. De plus, l'étude de la volatilité de ces titres fait apparaître l'importance du coupon dans l'analyse des risques et permet d'expliquer en partie les brusques variations de sensibilité. L'étude de la politique de distribution des bénéfices de ces sociétés et l'observation du niveau et de l'évolution des taux d'intérêt à long terme peuvent donc être utilisées comme éléments d'analyse ou indicateurs de tendance. Surtout, l'identification de la nature de ce risque devrait permettre la mise en œuvre d'outils de couverture qui seront sans doute proches de ceux utilisés sur le marché des taux.

Ceci étant, la fin des régimes dérogatoires, qui avaient notamment comme avantage de définir très précisément la nature des actifs gérés par les sociétés immobilières conventionnées, a entraîné une redistribution des portefeuilles d'activité de ces sociétés. Il risque d'en résulter une diminution notable des sociétés immobilières «pures» et de leur comportement particulier en matière de politique de distribution. On retrouverait alors le comportement «action» observé

sur la plupart des marchés étrangers pour les valeurs immobilières cotées. Et il serait particulièrement dommage que les différentes restructurations et créations de sociétés immobilières qui s'annoncent aboutissent finalement, par manque de clarification, à un marché de type «foncières» et par là même prive les opérateurs de marché de possibilités de diversification dont ils sont particulièrement friands. ■

(1) Globalement, le patrimoine immobilier détenu par ces investisseurs couvre une superficie de près de 40 millions de m<sup>2</sup> (cf. IEIF [1996]).

(2) Voir Patricia-M. Colmant, «L'information financière se professionnalise», *Les Echos*, 23.10.1996.

(3) Voir Hoesli et Thion [1996] pour une présentation des principales recherches internationales sur la rentabilité et le risque dans l'immobilier.

(4) L'IEIF dispose d'une base indicielle sur les valeurs immobilières cotées. Cette base est semestrielle entre 1982 et 1990 et hebdomadaire depuis janvier 1991, ce qui explique la construction de nos propres indices hebdomadaires pour la période 1977-1991. La méthodologie de construction de l'indice IEIF se trouve dans Villac J.-P. (1993).

(5) Une autre approche consistait à déterminer ex-nihilo un certain nombre de groupes (logements, bureaux, commerces...) et à y faire entrer et sortir les sociétés en fonction de leurs activités dominantes année après année. Cela aurait supposé que ces sociétés publient des informations très détaillées sur leurs activités, ce qui n'est pas le cas le plus fréquent, et aurait posé des problèmes d'arbitrage susceptibles de biaiser plus ou moins fortement les résultats.

(6) Pour un historique plus complet voir notamment Tournier [1995]

(7) Par exemple, la société La Fourmi immobilière gérait jusqu'en 1995 un parc de 14 immeubles de logements acquis à la fin du siècle dernier et qui resta intact pendant près d'un siècle.

(8) Par rapport aux établissements financiers traditionnels, les Sicomi disposent en outre d'un régime dérogatoire au droit commun pour le calcul des amortissements (durée de 20 ou 25 ans, au lieu de 25 ou 40) et des provisions dit «provision article 64».

(9) Voir Ph. Tannenbaum (1993-a).

(10) L'Institut orléanais de la finance, équipe de recherche associée au CNRS dirigée par Georges Gallais-Hamonno, a constitué une base de données mensuelles unique sur l'évolution des rentabilités des principaux vecteurs de placement avec réinvestissement des revenus annuels. Voir «La rentabilité réelle des actifs boursiers de 1950 à 1992» par G. Gallais-Hamonno et P. Arbulu, in *Economie et Statistique* n° 281, 1995-1.

(11) Sur ce paragraphe, concernant notamment la construction de l'indice Cac, voir Hamon et Jacquillat [1992].

(12) Il s'agit de moyennes géométriques.

(13) Bien que les Sicomi soient à l'origine des établissements financiers, elles ont été amenées à se constituer un capital immobilier important (25 milliards entre 1986 et 1991) afin, suivant Tannenbaum [1993-b], «de transférer de façon très lisible à leurs actions les caractéristiques protectrices de l'inflation habituellement attribuées à l'immobilier».

(14) Voir Centre d'étude des revenus et des coûts (CERC), Notes et graphiques de mai 1993, repris par *Le Monde* du 19 mai 1993 et aussi : Marty G. et Chevalier M. (1993).

(15) Voir Faure-Jarroson [1993].

(16) Voir Artus P. (1995) pp. 78-83, chapitre 7 : «La variabilité des primes de risque».

(17) La capitalisation boursière de Sefimeg étant 60 fois plus élevée que celle de La Fourmi, un indicateur de volatilité regroupant ces deux sociétés ne donnait pas de différence sensible dans la comparaison avec la volatilité de Sefimeg.

(18) Pour une justification théorique, se reporter à Dumas et Allaz [1995].

## Bibliographie

Artus P., 1995, «Anomalies sur les marchés financiers», *Economica* - collection Économie poche.

Brennan M.J. et Copeland T.E., 1988, «Beta changes around stock splits : a note», *The Journal of Finance*, 1009-1013.

Cauchard D., 1993, «Paysage de l'immobilier coté après les réformes», *Analyse financière*, mai, p. 5-15.

Commission Immobilière de la SFAF, 1987, «Essais de corrélation entre cours de bourse de "l'immobilier-papier" et principaux facteurs exogènes», *Analyse financière*, 4<sup>e</sup> trimestre, p. 53-55.

Courbey R. 1987, «L'épargne investie collectivement dans la pierre», *Conseil économique et social*, JO n° 4092, p. 102, décembre.

Dumas B. et Allaz B., 1995, «Les titres financiers, équilibre de marché et méthodes d'évaluation», *PUF*, collection Finance.

Faure-Jarroson B., 1993, «La bourse française financera-t-elle l'immobilier ? Comparaison des sociétés immobilières cotées françaises et anglo-saxonnes», *Banque Stratégie*, n° 98, septembre.

Faure-Jarroson B., 1995, «Guide de l'immobilier coté», groupe Wargny.

Grar A., 1994, «La dynamique des bétas : une étude empirique sur le marché français», *Cahier du CEREG* n° 9409.

Hachette I. et Mai H.-M., 1991, «Le traitement des données manquantes pour la recherche en finance : le cas de la base AFFI-SBF», *Cahier du CEREG* n° 9112.

Hamon J. et Jacquillat B., 1992, «Le marché français des actions. Etudes empiriques 1977-1991», *PUF*, collection Finance.

Hartzell D., Hoesli M., Khoo T., 1993, «An investigation of the change in REIT betas», *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, 21, p. 107-130.

Hoesli M. et Thion B., 1996, «Investissement immobilier : rentabilité, risque et diversification de portefeuille», *Banque & Marchés*, n° 22, mai-juin.

IEIF, 1996, «Le marché immobilier : les chiffres et les sources», *Economica* Paris.

Marty G. et Chevalier M., 1993, «Pierre-papier : vingt ans de placements 1972-1992», *Banque Stratégie* n° 98, septembre.

Nappi I., 1995, «Pour une approche immobilière et financière des marchés de bureaux», *Revue d'économie régionale et urbaine* n° 3.

Tannenbaum P., 1993a, «A-t-on véritablement épuisé l'intérêt des Sicomi locatives ?», «L'immobilier en bourse», *étude trimestrielle de l'IEIF*, n° 15 avril.

Tannenbaum P., 1993b, «L'évaluation des Sicomi», *Analyse financière*, mai, p. 33-38.

Tondu D., 1993, «Les sociétés immobilières cotées en mal d'actionnaires», *Marché et techniques financières*, n° 52, juillet-août.

Tournier J.-C., 1995, «L'investissement foncier en bourse», *PUF - Que sais-je ?*, n° 2974.

Villac J.-P., 1993, «La conception d'un indice de l'immobilier coté», *Banque Stratégie*, n° 98, septembre.

**Annexe I. Liste des sociétés immobilières à la Bourse de Paris**

N°	V	XI	Base AFFI-SBF	Nombre d'observations	Dates		Capitalisations		Taux de remplacement
					Début	Fin	Début	Fin	
1	1	1	CFI (Cie FONCIERE ET IMMOBILIERE)	3618	770103	910628	461 621 000	3 492 718 000	1,19
2	1	1	COMPAGNIE FONCIERE	3618	770103	910628	86 122 000	692 597 000	10,03
3	1	5	ENTREPOTS ET MAGASINS DE PARIS	3617	770103	910627	78 902 000	2 832 761 000	8,16
4	1	5	EXOR	3618	770103	910628	204 598 000	5 963 742 000	6,22
5	1	2	FINANCIERE DES PIMONTS	3604	770121	910628	8 095 000	1 126 425 000	30,66
6	1	1	FOCEP (Cie FONC CHATEAU D'EAU PARIS)	3618	770103	910628	190 921 000	984 204 000	18,79
7	1	10	GFF (GPT FONCIER FRANÇAIS)	689	880920	910628	437 401 000	841 709 000	1,31
8	1	2	ICC	1369	860102	910628	401 436 000	536 382 000	2,12
9	1	5	IMMOBILIERE MARSEILLAISE B.	2870	800102	910628	296 287 000	1 085 238 000	3,66
10	1	5	LA RUE IMPERIALE DE LYON	3618	770103	910628	200 997 000	1 987 390 000	0,53
11	1	1	SEGIC (Sté EXPL. GEST. COM)	3615	770105	910627	10 773 000	612 768 000	56,04
12	1	5	SOCIETE DU LOUVRE	3617	770104	910628	94 445 000	3 153 323 000	3,15
13	2	6	BAIL INVESTISSEMENT	3618	770103	910628	342 170 000	2 684 074 000	1,08
14	2	6	BATICAL SICOMI	869	880104	910628	81 687 000	97 398 000	5,41
15	2	6	BATINOREST	3618	770103	910628	8 720 000	64 350 000	19,38
16	2	6	CODETEL	3368	780103	910628	848 000 000	768 800 000	0,95
17	2	11	CODETOUR	1867	840103	910628	113 820 000	175 200 000	1,87
18	2	6	COFITEM	868	880105	910628	170 000 000	274 535 000	30,76
19	2	6	EUROBAIL	3368	780103	910628	108 000 000	516 979 000	3,95
20	2	2	EUROSIC	1367	860106	910628	156 574 000	165 716 000	6,95
21	2	6	FINEXTEL (Sté. FINANCIERE FINEXTEL)	3368	780103	910628	1 064 000 000	1 367 157 000	0,92
22	2	6	GENEFIM	2870	800102	910628	280 000 000	1 311 843 000	2,23
23	2	6	IMMOBAIL BTP	3618	770103	910628	166 200 000	633 936 000	3,01
24	2	6	IMMOBANQUE (Sté FINANCIERE)	3618	770103	910628	138 365 000	1 124 747 000	8,07
25	2	6	IMMOFICE = FIDEI	1768	840525	910628	696 996 000	507 838 000	2,21
26	2	6	INTERBAIL	3618	770103	910628	297 743 000	2 373 229 000	1,27
27	2	2	KLEPIERRE=LOCABAIL	2074	800102	880415	329 939 000	980 736 000	81,58
28	2	8	LOCA INVESTISSEMT. = FINATIS	1369	860102	910628	346 500 000	277 437 000	2,48
29	2	8	LOCA-EXPANSION = EURIS	3367	780104	910628	132 000 000	459 573 000	5,46
30	2	2	LOCABAIL IMMOBILIER=KLEPIERRE	3618	770103	910628	474 323 000	2 497 739 000	2,35
31	2	2	LOCAFINANCIERE	3618	770103	910628	224 400 000	792 541 000	5,86
32	2	6	LOCINDUS-Cie. FIN. LOCATION. IMM.	3618	770103	910628	396 576 000	1 576 254 000	1,11
33	2	2	PARIS BAIL	868	880104	910627	617 500 000	1 230 877 000	7,83
34	2	6	PRETAB. SICOMI	3512	770103	910123	380 261 000	2 105 486 000	1,11
35	2	8	SAIC (SA IMMOBILIERE DU CASINO)	3618	770103	910628	46 893 000	150 438 000	6,36
36	2	2	SILIC	3618	770103	910628	180 198 000	1 942 408 000	1,11
37	2	6	SLIMINCO	2868	770103	880622	394 158 000	1 461 172 000	1,67
38	2	2	SOFIBUS	2713	800813	910625	96 300 000	389 470 000	25,94
39	2	6	SOPHIA-BAIL	3368	780103	910628	103 085 000	2 515 545 000	2,43
40	2	6	SOVABAIL	3618	770103	910628	181 800 000	401 050 000	10,59
41	2	2	UIS	3618	770103	910628	347 327 000	2 043 538 000	1,16
42	2	2	UNIBAIL	3618	770103	910628	176 400 000	5 171 377 000	1,96
43	3	3	FONCIERE FRANCE	3618	770103	910628	125 440 000	1 243 454 000	4,59
44	3	3	FONCIERE LYONNAISE	3618	770103	910628	238 961 000	2 986 258 000	14,26
45	3	2	FRANKOPARIS	264	900608	910628	741 000 000	777 000 000	0
46	3	3	IMMEUBLE DE LA PLAINE MONCEAU	2368	820104	910628	1 046 002 000	3 943 067 000	3,42
47	3	1	IMMEUBLES DE FRANCE	3618	770103	910628	144 400 000	1 429 594 000	4,86
48	3	3	IMMEUBLES DE LYON	3618	770103	910628	23 920 000	404 675 000	10,83
49	3	3	IMMOBILIERE BATIBAIL	869	880104	910628	630 516 000	887 618 000	0,12
50	3	1	IMMOBILIERE MARTIN	3365	780103	910625	23 046 000	135 703 000	18,75
51	3	1	IMMOBILIERE PAIX-DAUNOU	868	880105	910628	1 098 266 000	931 392 000	8,06
52	3	3	LA FOURMI IMMOBILIERE	3617	770104	910628	19 066 000	584 982 000	35,53
53	3	3	VIGILANCE (La) SA	3618	770103	910628	19 552 000	139 249 000	6,97
54	4	4	COFIMEG	3408	770103	900823	622 384 000	2 436 344 000	1,20
55	4	4	COGIFI (Cie D'INV. FRANC. IMMOB.)	3618	770103	910628	357 459 000	1 139 433 000	2,60
56	4	4	FONCINA	3617	770104	910628	196 240 000	1 053 370 000	5,72
57	4	4	GFC	3618	770103	910628	472 800 000	1 681 313 000	2,99
58	4	4	GFII	3618	770103	910628	313 099 000	1 733 634 000	4,62
59	4	4	IMMINDO	2873	770104	880630	150 000 000	665 714 000	7,94
60	4	4	IMMINVEST SA	2874	770103	880630	89 900 000	278 001 000	9,92
61	4	4	SEFIMEG	3618	770103	910628	588 225 000	6 875 037 000	1,13
62	4	4	SIMCO	3618	770103	910628	654 081 000	5 547 942 000	1,13
63	4	4	SIMNOR	2808	780103	890328	110 410 000	490 973 000	5,56
64	4	4	SOCIM. Sté. IMMOB. D'INVEST.	3618	770103	910628	91 259 000	383 726 000	5,53
65	4	4	UIF	3618	770103	910628	531 000 000	4 062 886 000	5,45
66	4	4	UNION POUR L'HABITATION	2038	770103	850222	285 000 000	703 125 000	6,04
67	5	7	CEGEP	869	880104	910628	774 546 000	848 190 000	8,17
68	5	9	GARAGES SOUTERRAINS	1983	830715	910628	24 400 000	90 864 000	23,52
69	5	11	IMMOBILIERE HOTELIERE	869	880104	910628	502 370 000	947 804 000	2,88
70	5	10	LUCIA	2367	820105	910628	10 788 000	655 142 000	15,84
71	5	10	MERLIN IMMOBILIER	1787	840103	910228	196 875 000	126 000 000	35,87
72	5	10	SMCI	3610	770103	910618	7 454 000	316 041 000	28,70
73	5	7	SAIGMAG (IMMOB. GRANDS MAGASINS)	3247	770103	891229	25 950 000	323 662 000	21,93
74	5	10	SINVIM (Sté D'INVEST IMMOB. DE FRANCE)	3618	770103	910628	196 625 000	480 683 000	3,70
75	5	9	SOGEPARC (FINANCIERE)	869	880104	910628	349 905 000	1 001 854 000	2,07
76	5	7	UII (UNION INTERNATIONALE IMMOB.)	3615	770103	910625	229 262 000	537 185 000	34,27
<b>Total</b>							<b>22 261 734 000</b>	<b>105 212 615 000</b>	