

## Analyse financière

*Le rendez-vous pour comprendre et maîtriser  
l'évolution des marchés financiers*

L'objectif de la revue est d'aborder tous les sujets de la profession de façon très ouverte, et, de répondre au mieux aux exigences de professionnalisme que requiert un monde économique sans concession.

A travers quatre numéros par an, elle s'adresse aux Professionnels de l'Investissement et de la Finance ainsi qu'aux industriels, aux universitaires et chercheurs, dans les directions Audit, Financières et Comptables, Juridiques, Communication...

En lisant **Analyse financière**, vous bénéficiez d'un outil de veille, de prospective, de réflexion et d'un observatoire des tendances de l'analyse financière.

Date de parution	Thèmes rédactionnels
Octobre 2012	<ul style="list-style-type: none"><li>• L'immobilier coté. Quels marchés? Quels investisseurs?</li><li>• Secteur bancaire, à propos des Business Models.</li></ul>
Janvier 2013	<ul style="list-style-type: none"><li>• Quelle croissance aux Etats-Unis? (analyses sectorielles).</li><li>• Le futur de l'ESG. Compte-rendu de la conférence d'octobre 2012 et témoignages d'entreprises.</li></ul>
Avril 2013	<ul style="list-style-type: none"><li>• Le financement de la dépendance</li><li>• La réglementation. Où en sommes-nous début 2013 ?</li></ul>

Afin de recevoir l'ensemble des numéros de la revue  
**Analyse financière**  
Abonnez-vous au tarif de 160 € /an (France)  
ou 180 € /an (étranger)

Pour vous abonner, contactez Sophie Cafiot - Tél. : 01 56 43 43 24  
Fax : 01 56 43 43 15 - [scafiot@sfaf.com](mailto:scafiot@sfaf.com)  
[www.revueanalysefinanciere.com](http://www.revueanalysefinanciere.com)

ANALYSE FINANCIÈRE est une publication de la SFAF - Société Française des Analystes Financiers-  
24 rue de Penthièvre, 75008 PARIS - Tél : 01 56 43 43 10 - Fax : 01 56 43 43 15

# Analyse financière

LA REVUE DE LA SOCIÉTÉ FRANÇAISE DES ANALYSTES FINANCIERS

45

OCTOBRE | NOVEMBRE | DÉCEMBRE 2012 ■ 47 €

ACTUALITÉ  
LE VIVIER DES  
SMALL ET MIDCAPS  
EN EUROPE

MÉTIER  
BANQUE:  
VERS UN NOUVEAU  
MODÈLE?

DOSSIER

**Immobilier coté  
Un secteur en  
mouvement**

VIENT DE PARAÎTRE

AU SOMMAIRE DE CE NUMÉRO

DOSSIER

IMMOBILIER COTÉ, UN SECTEUR EN MOUVEMENT

- **L'IMMOBILIER COTÉ : UNE CLASSE D'ACTIFS SPÉCIFIQUE**  
PAR ALAIN CHEVALIER, ESCP-EUROPE
- **FONCIÈRES BRITANNIQUES ET FRANÇAISES: LES DIVERGENCES SUBSISTENT**  
PAR DAVID DE COUSSERGUES
- **QUEL CONTRAT SOCIAL POUR LES FONCIÈRES?**  
PAR BENOÎT FAURE-JARROSSON, INVEST SECURITIES
- **UNE NOUVELLE APPROCHE DE LA DÉCOTE FAVORABLE AUX ACTIONNAIRES**  
PAR LAURENT GAUVILLE, GESTION 21
- **CONSTRUIRE DU BÂTIMENT DURABLE, C'EST TRAVAILLER EN « GREEN VALUE »**  
ENTRETIEN AVEC SERGE GRZYBOWSKI, ICADE
- **LES FONCIÈRES COTÉES, ACTEURS CLÉS DES EXTERNALISATIONS IMMOBILIÈRES**  
PAR PHILIPPE LE TRUNG, FONCIÈRE DES RÉGIONS
- **L'EXTERNALISATION EST-ELLE CRÉATRICE DE VALEUR? LE CAS DE LA DISTRIBUTION**  
PAR ALAIN CHEVALIER, ESCP-EUROPE
- **ENTRETIEN AVEC MARIE-FLORE BACHELIER DIRECTEUR FINANCIER CHEZ MERCIALYS**
- **POUR AMÉLIORER LA COMMUNICATION DES FONCIÈRES**  
PAR LAETITIA D'EPREMESNIL, TSAF
- **OPCI: BILAN ET PERSPECTIVES**  
SOPHIE BORENSTEIN ET STÉPHANE ILOUZ, REED SMITH
- **LES IMPACTS DE SOLVENCY 2 SUR LES INVESTISSEMENTS IMMOBILIERS**  
PAR PIERRE SHOEFLER, S&PARTNERS
- **FORTE HÉTÉROGÉNÉITÉ DES MARCHÉS IMMOBILIERS EN EUROPE**  
PAR CHRISTOPHE PINEAU, BNP PARIBAS REAL ESTATE
- **THE SPANISH NON-RESIDENTIAL PROPERTY MARKET-DIAGNOSIS AND TRENDS**  
PAR IGNACIO ALCARAZ ELORRIETA, DELOITTE
- **LE MARCHÉ IMMOBILIER SUÉDOIS: CONCENTRÉ, INNOVANT ET TRÈS... LOCAL**  
PAR ATTILA BALATON, COMPAGNIE IMMOBILIÈRE ACOFI (CIA)
- **STRATEGIC OUTLOOK FOR U.S. REAL ESTATE**  
PAR MARK G. ROBERTS, DEUTSCHE BANK
- **JAPAN REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS - GENÈSE, CARACTÉRISTIQUES ET PERFORMANCE**  
PAR OLIVIER MÈGE, IPD

ACTUALITÉS

- DE UCITS IV À UCITS V : LA GESTION D'ACTIFS EUROPÉENNE DANS LE MAELSTRÖM RÉGLEMENTAIRE PAR STÉPHANE JANIN, AFG
- MESURER LES INVESTISSEMENTS EN CAPITAL IMMATÉRIEL. L'APPROCHE PAR LE COMPTE DE RÉSULTAT PAR ALBAN EYSSETTE, RICOL LASTEYRIE ET AHMED BOUNFOUR, UNIVERSITÉ PARIS SUD
- COMPTES DES BANQUES EN 2011. LES REMARQUES DE LA COMMISSION COMPTABILITÉ DE LA SFAF
- SMALL IS BEAUTIFUL : LE VIVIER DES SMALL ET MIDCAPS EN EUROPE PAR ALAIN CAFFORT, PICTET ASSET MANAGEMENT
- SECTEUR BANCAIRE : LES BANQUES DANS LA TOURMENTE EUROPÉENNE PAR MARIE-CHRISTINE JOLYS ET SOPHIE SOTIL-FORGUES, KPMG
- REcul DES FUSIONS ET ACQUISITIONS DANS LE SECTEUR FINANCIER PAR HERVÉ DEMOY, PWC
- ÉVALUATION DE PRÉJUDICE, RISQUE ET ÉVALUATION PAR STÉPHANE BELLANGER, CBM

FOCUS MÉTIERS - Secteur bancaire, vers un nouveau modèle ?

- Finance, économie et société – plaidoyer pour un renversement au profit de la société PAR CATHERINE KARYOTIS, REIMS MANAGEMENT SCHOOL.
- La banque n'est pas un saucisson PAR OLIVIER PASTRÉ, UNIVERSITÉ PARIS VIII
- Nous sommes allés trop loin en matière réglementaire PAR PASCAL POUPELLE, THE ROYAL BANK OF SCOTLAND FRANCE
- La scission, une solution au "Too big to fail" PAR CHRISTOPHE NIJDAM, ALPHAValue
- Modèle économique des banques : les six mesures de Finance Watch PAR THIERRY PHILIPPONNAT, FINANCE WATCH
- Renforcer le positionnement de la Place de Paris dans la compétition mondiale PAR SÉVERIN CABANNES, SOCIÉTÉ GÉNÉRALE
- Des conséquences de la crise sur le financement des entreprises PAR PHILIPPE MESSENGER, AFTE
- Quel avenir pour le modèle de banque universelle en France ? PAR VALÉRIE TEXIER, CAPCO

TECHNIQUES ET RECHERCHE

- La Reference Value, ou l'établissement de la valeur au service de l'entreprise PAR ERIC GALIÈGUE, VALQUANT RECHERCHE

ESG 2012

**POUR DISPOSER DE CE NUMÉRO, MERCI DE RETOURNER RAPIDEMENT CE BON DE COMMANDE A:**  
SFAF - Sophie Cafiot - 24 rue de Penthièvre - 75008 PARIS - Fax: 01 56 43 43 15 - scafiot@sfaf.com

Je souhaite recevoir le n°45 d'Analyse financière en ... exemplaire(s) au prix unitaire de 47 € TTC (dont TVA 2,10%) + 4 € TTC de frais d'envoi soit un montant total de .....€ TTC.

M.  Mme  Mlle  
 Nom ..... Prénom .....  
 Raison Sociale ..... Fonction .....  
 Activité ..... N°intra communautaire .....  
 Adresse .....  
 Code Postal ..... Ville..... Pays .....  
 Téléphone..... Fax..... Mail .....

Je joins mon règlement à l'ordre de SFAF  
 Merci de m'adresser une facture acquittée.

## OPCI BILAN ET PERSPECTIVES

Récemment créées, les OPCI rencontrent un grand succès auprès des institutionnels, avec un volume investi de plus de 20 milliards d'euros. Du point de vue fiscal, les OPCI (SPPICAV) bénéficient d'un régime fiscal favorable lié à une exonération d'impôt sur les sociétés et conservent un réel attrait par rapport aux SIIC, notamment en cas de sortie du régime.

Les Organismes de Placement Collectifs Immobiliers (OPCI) ont été créés par l'ordonnance du 13 octobre 2005, mais les premiers OPCI ont été mis en place fin 2007.

Inspirés par les véhicules de placement collectifs à vocation immobilière, tels que les fonds ouverts allemands, les *Property Unit Trust* anglais ou les fonds d'investissement immobiliers espagnols auxquels ils ont emprunté certains traits, la création des OPCI a aussi répondu à la volonté de doter la place de Paris de véhicules permettant au grand public d'investir plus largement dans la pierre-papier aux côtés des Sociétés d'Investissement Immobilier Cotées (SIIC) et des Sociétés Civiles de Placement Immobilier (SCPI).

Les SIIC ont connu un développement important, bénéficiant de dispositions fiscales attractives et d'un cycle propice d'investisse-

ment, mais avec un profil plutôt destiné aux institutionnels qu'aux particuliers. Quant aux SCPI, leur réglementation était perçue comme trop rigide.

Or, ces constatations et prévisions ont été contredites: les OPCI n'ont eu du succès qu'auprès des institutionnels, les SIIC ont été affectées dans leur développement tandis que les investissements des SCPI ont augmenté depuis la crise de 2008.

Forts d'un succès exceptionnel tant en matière de volumes investis que pour la hausse de leur rendement, toutes les SCPI, sauf une, n'ont pas fait usage de la disposition de l'ordonnance de 2005 permettant leur transformation en OPCI jusqu'au 15 mai 2012.

Ainsi, une réglementation sécurisante en période de crise a bénéficié aux SCPI, alors que la souplesse de fonctionnement des OPCI cumulée à des difficultés techniques pour la souscription

dans un contrat d'assurance-vie a freiné leur développement auprès du grand public. Fin 2011, les huit OPCI grand public totalisent seulement 220 millions d'euros face à un total d'actif de 22,3 milliards d'euros dédiés à des investisseurs qualifiés.

### UNE FISCALITE FAVORABLE

Il n'y a pas eu de changements fiscaux majeurs pour les OPCI. L'augmentation du taux des impôts et des prélèvements sociaux ces dernières années s'applique aussi aux impositions applicables aux OPCI.

Tandis que les revenus versés par les Sociétés de Placement Collectif Immobilier à Capital Variable (SPPICAV) relèvent du régime fiscal des revenus de capitaux mobiliers, les investisseurs personnes physiques ne peuvent plus bénéficier, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2011 ni du prélèvement forfaitaire libératoire au taux de 19% hors prélèvements sociaux ni de l'abattement de 40% et de l'abattement fixe annuel de 1525 euros/3050 euros. En outre, pour les non-résidents, le taux de retenue à la source sur les dividendes a été augmenté de 25% à 30% (hors conventions fiscales et sauf pour certaines personnes physiques).

L'année 2012 marque également quelques changements: tout d'abord, les opérations de transformation d'une SCPI en un OPCI ne peuvent plus s'effectuer en toute neutralité fiscale depuis le 18 avril 2012, le régime d'exo-



### SOPHIE BORENSTEIN EST L'ASSOCIÉE EN CHARGE DE L'ÉQUIPE FISCALITÉ DU BUREAU PARISIEN DE REED SMITH.

Elle intervient en fiscalité française et internationale, plus particulièrement sur des opérations de fiscalité immobilière, fusions, acquisitions, restructuration, prix de transfert et fiscalité patrimoniale française et internationale.

Sophie Borenstein est la correspondante officielle pour la France de l'Éditeur américain Tax Analysts pour les deux revues fiscales internationales, *Tax Notes International* et *Worldwide Tax Daily*, et est co-auteur du livre « *Fiches de droit fiscal international – Rappel de cours et exercices corrigés* » (Ellipses 2011).

Elle est titulaire du DESS 221 Fiscalité de l'Entreprise de l'Université Paris-Dauphine et diplômée de l'Université Paris II-Assas (Maîtrise de Droit des Affaires et Fiscalité).



### STÉPHANE ILLOUZ EST AVOCAT, ASSOCIÉ DU CABINET REED SMITH, RESPONSABLE DU DÉPARTEMENT IMMOBILIER.

Il intervient plus particulièrement dans le cadre d'acquisitions de sociétés et de biens immobiliers, de restructurations et financements dans le secteur immobilier, notamment sur des problématiques relatives aux OPCI. Il a également développé une expertise pour la réalisation de grands projets de fabrication, vente et installation de fermes éoliennes et photovoltaïques. Stéphane Illouz est diplômé de l'ESSEC et de l'IEP Paris.

## L'année 2012 marque également quelques changements : le régime de l'article 210E du Code Général des Impôts (CGI), qui permettait l'externalisation d'actifs immobiliers ou de titres de sociétés à prépondérance immobilière en prévoyant un dispositif de taxation à taux réduit des plus-values immobilières, a également pris fin le 1<sup>er</sup> janvier dernier.

- nération des plus-values mobilières et immobilières n'ayant pas été prorogé.

Ensuite, le régime de l'article 210E du Code général des Impôts (CGI), qui permettait l'externalisation d'actifs immobiliers ou de titres de sociétés à prépondérance immobilière en prévoyant un dispositif de taxation à taux réduit des plus-values immobilières, a également pris fin le 1<sup>er</sup> janvier dernier, faute de prorogation. Cet article, prorogé à deux reprises, donnait en effet un avantage concurrentiel aux sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés (IS) en leur permettant de céder leurs actifs immobiliers à des SIIC, OPCI ou SCPI en contrepartie d'un taux d'imposition à 19% au lieu de 33,33%. Ce régime a contribué au succès important des OPCI à règles de fonctionnement allégées (OPCI RFA).

Enfin, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2012, un nouvel article 210F a été créé dans le CGI. Ce nouveau régime doit s'appliquer jusqu'au 31 décembre 2014 et permet la taxation à un taux réduit des plus-values de cession des biens immobiliers à usage professionnel à destination des sociétés foncières et de toutes sociétés soumises à l'IS, sous réserve que l'acquéreur s'engage à transformer le bien en bien à usage d'habitation au plus tard au 31 décembre de la troisième année qui suit son acquisition.

D'un point de vue fiscal, le régime des SIIC a connu un alignement sur celui des SPPICAV dans la mesure où les titres des SIIC

ne sont plus non plus éligibles au plan d'épargne en actions depuis le 21 octobre 2011.

Cependant, des différences notables existent, ayant pour conséquence de favoriser soit les SIIC, soit les SPPICAV, selon le but recherché.

Ainsi, dans le cas des redistributions à des actionnaires personnes morales de dividendes reçus de filiales, dividendes ayant été imposés au niveau de la filiale, l'avantage ira à la SIIC puisque la redistribution pourra alors bénéficier du régime mère-fille (dès lors que les dividendes auront été imposés au titre du secteur taxable), tandis que pour la SPPICAV, il y aura une nouvelle imposition au niveau de l'actionnaire au taux de droit commun de l'IS.

En revanche, la SPPICAV conserve tout son attrait en cas de sortie du régime puisqu'aucune sanction ne sera encourue, contrairement aux SIIC pour lesquelles cela peut s'avérer pénalisant.

### DES PERSPECTIVES ENCOURAGEANTES

L'intérêt des OPCI auprès des institutionnels semble avoir atteint un palier tandis qu'un potentiel de développement reste possible pour les particuliers.

Les OPCI restent pour l'essentiel des SPPICAV RFA à effet de levier, les dispensant de respecter plusieurs ratios prudentiels et réservant la souscription de leurs parts à des investisseurs éligibles.

Cependant, dans un contexte

de resserrement de l'accès au crédit, cette forme d'OPCI ne devrait plus être la seule retenue par les professionnels, ce qui renforcerait l'image d'un placement plus sécurisé tant pour les institutionnels que pour le grand public. Faut-il enfin rappeler que l'OPCI paraît plus sûre que la SIIC car elle n'est pas cotée. ■

### GREAT SUCCESS FOR OPCIs

*The newly created OPCIs are experiencing great success among institutional investors, with a volume of over 20 billion euros invested. From a tax perspective, the OPCIs (SPPICAV) benefit from a favorable tax regime linked to an exemption from corporate tax and maintain a real appeal compared to SIICs, especially in the event the company decides to opt out of the regime.*

Sophie Borenstein  
Stéphane Illouz

[www.revueanalysefinanciere.com](http://www.revueanalysefinanciere.com)