

Louvain School of Management

Les Sociétés Immobilières Réglementées Publiques

Analyse des avantages et risques pour l'investisseur particulier

Mémoire recherche réalisé par
Loïc Darimont

en vue de l'obtention du titre de
Master 120 crédits en sciences de gestion, à finalité spécialisée

Promoteur(s)
Hervé Van Oppens

Année académique 2017-2018

J'adresse mes remerciements à tous ceux, qui de près ou de loin, m'ont aidé dans l'élaboration de ce mémoire et tout particulièrement,

A Monsieur Hervé Van Oppens, mon promoteur, pour sa patience, sa confiance et ses précieux commentaires qui m'ont permis d'améliorer la qualité de ce mémoire,

A Madame Sophie Lambrighs et Messieurs Vincent Bruyère, Jean-Edouard Carbonnelle, Laurent Hanseeuw et Serge Wibaut, nos interviewés, pour m'avoir consacré leur temps sans compter et partagé leur expérience et expertise sans lesquelles je n'aurais pu mener ce travail de recherche,

A Monsieur Etienne de Callataÿ pour m'avoir aidé au commencement de mon mémoire à structurer ma démarche et permis d'entrer en contact avec certains de nos interviewés,

A Monsieur Gert De Measure pour sa réactivité à répondre à mes questions et pour le partage de données en complément de son livre,

A Monsieur Jean-Edouard Carbonnelle, encore, pour son intervention auprès de Madame Jana Bour, EPRA EU Policy Manager, afin que j'obtienne gracieusement accès à leur base de données,

A Madame Inna Maslova, EPRA Analyst Research & Indexes, pour avoir répondu à mes questions pour la bonne compréhension des indices développés par EPRA,

A ma maman et Rita pour leur aide à la retranscription fastidieuse des interviews,

A mes parents pour leur soutien et encouragements, et pour leur aide précieuse à la relecture critique et à la correction de mon mémoire

TABLE DES MATIERES

1	Introduction.....	1
2	Contexte historique du régime de la Société Immobilière Réglementée	5
3	Les REIT et SIRP en chiffres :	8
3.1	REIT.....	8
3.2	SICAFI et SIRP.....	8
4	Qu'est-ce qu'une Société Immobilière Réglementée ?.....	10
4.1	Les trois types de Société Immobilière Réglementée	10
4.2	La Société Immobilière Réglementée Publique	11
4.2.1	Généralités.....	11
4.2.2	Régime fiscal	12
4.2.3	Limitation de l'endettement.....	13
4.2.4	Diversification du risque	14
4.2.5	Etablissement des comptes	14
4.2.6	Evaluation par un expert.....	15
4.2.7	Affectation du résultat.....	15
4.2.8	Autres contraintes.....	15
4.3	La Société Immobilière Réglementée Institutionnelle	16
4.4	La Société Immobilière Réglementée à But Social	17
5	Segmentation du marché des SIRP :	18
5.1	Bureaux.....	19
5.2	Résidentiel.....	20
5.3	Commercial	20
5.4	Logistique et Industriel.....	20
6	Qui investit dans les SIRP et quelles sont leurs motivations ?	21
6.1	Les investisseurs : privés ou institutionnels ?	21
6.2	Les investisseurs institutionnels.....	21
6.2.1	Assurances	21
6.2.2	Fonds de pension	23
6.2.3	Les fonds d'investissement	23
6.3	Les particuliers.....	23
6.3.1	Petits investisseurs.....	23
6.3.2	Gros investisseurs	24
7	Quels avantages pour un particulier d'investir dans l'immobilier papier ?	25

7.1	Liquidité.....	25
7.2	Diversification et mise de fonds initiale.....	26
7.3	Accès à certains segments traditionnellement inaccessibles.....	27
7.4	Gestion et suivi assurés par des tiers professionnels.....	27
7.5	Effet d'échelle.....	28
7.6	Dividendes réguliers et rendement.....	28
7.7	Transmission de patrimoine.....	29
7.8	Résistance à la crise.....	29
8	Quels inconvénients pour un particulier d'investir dans l'immobilier papier ?.....	30
8.1	Frais de gestion :.....	30
8.2	Taux de levier inférieur :.....	30
8.3	Impact psychologique de la cotation en bourse :.....	30
9	Quels sont les risques auxquels sont confrontés les SIRP?.....	34
9.1	Risque client.....	34
9.2	Risque de portefeuille immobilier :.....	35
9.3	Risques liés à réglementation :.....	36
9.3.1	Urbanisme.....	36
9.3.2	Fiscalité.....	37
9.3.3	Politique.....	37
9.4	Risque de management.....	38
9.5	Risque de conjoncture économique.....	38
9.6	Risques de financement.....	40
9.6.1	Baisse de la valeur de l'immobilier en portefeuille.....	40
9.6.2	Risque de taux d'intérêt.....	40
10	Le risque de taux d'intérêt et le risque de marché.....	42
10.1	Risque de taux d'intérêt.....	42
10.2	Risque de marché.....	46
11	Particularités des SIRP.....	48
11.1	Constatation d'une sensibilité au marché inférieure aux REIT.....	48
11.2	Éléments de réponse.....	52
11.2.1	Faible Liquidité des SIRP.....	52
11.2.2	Stabilité de l'actionnariat.....	53
11.2.3	Stabilité du marché immobilier belge.....	53
12	Conclusion.....	55
13	Bibliographie.....	57

ANNEXES

Annexe A : Guide d'interview

Annexe B : Interview de Mr Carbonnelle

Annexe C : Interview de Mr Wibaut

Annexe D : Interview de Mr Hanseeuw

Annexe E : Interview de Mr Bruyère

Annexe F : Interview de Mme Lambrighs

Annexe G : Size of the total commercial real estate market - Developed Market (EPRA, 2018)

1 Introduction

L'immobilier représente la classe d'actifs la plus importante au monde. Sa valeur totale était estimée en 2016 à 217.000 milliards de dollars US, dont 162.000 milliards de résidentiel et 29.000 milliards de commercial, loin devant les obligations et autres instruments de dette (94.000 milliards), les actions (55.000 milliards) et l'or (6.000 milliards). (Savills World Research, 2016)

A ce titre, l'immobilier attire naturellement toute la gamme des investisseurs : promoteurs, institutionnels, particuliers (petits ou gros épargnants).

Le candidat investisseur a le choix entre un investissement direct, l'achat d'un bien immobilier appelé communément « immobilier brique », ou un investissement indirect sous forme de certificat immobilier (que nous n'aborderons pas dans ce mémoire) ou au travers d'un véhicule d'investissement dédié et coté, appelé communément « immobilier papier ».

L'immobilier papier s'est développé aux Etats-Unis à partir du début des années soixante avec l'apparition du Real Estate Investment Trust (ci-après "REIT"). En Belgique, il a fallu attendre l'Arrêté Royal de 1995 fixant les modalités de fonctionnement de la Société d'Investissement à Capital Fixe Immobilier (ci-après "SICAFI") pour disposer d'un véhicule d'investissement de nature similaire. (Simonart & Tilquin, 2013)

En 2014, l'ensemble des SICAFI a migré vers un nouveau régime, celui de la Société Immobilière Réglementée (ci-après "SIR"), mis en place par le législateur en réponse aux lourdes contraintes qu'aurait imposé la nouvelle directive européenne dite « AIFMD » sur les SICAFI. (Loi SIR, 2014)

Il existe trois types de SIR, mais nous nous limiterons dans ce mémoire à l'étude de la SIR publique (ci-après "SIRP") qui a l'obligation d'être cotée et est de ce fait aisément accessible à l'investisseur particulier. (Loi SIR, 2014)

Les SIRP, actuellement au nombre de 17, couvrent l'ensemble des segments du marché immobilier. Certaines SIRP se sont spécialisées dans un segment particulier, d'autres sont multi-segments.

Le législateur, s'inspirant des règles propres à la SICAFI et autres REIT, a doté la SIRP d'une série de dispositions destinées à la rendre attractive et accessible au particulier et d'une série d'obligations destinées à le protéger. Son but était de permettre au particulier d'investir dans un instrument lui permettant d'accéder à de l'immobilier dont les risques sont diversifiés et le rendement amélioré par des économies d'échelle. (Projet de Loi relatif aux sociétés immobilières réglementées, exposé des motifs, 2014, p.5)

Au travers de ce mémoire, nous avons voulu comprendre les motivations et l'intérêt pour un particulier d'investir dans une ou plusieurs SIRP (ou autres REIT), par opposition ou en complément à un investissement immobilier classique, par exemple via l'achat d'un ou plusieurs appartements destinés à la location. Nous avons voulu également identifier et analyser les risques spécifiques et les risques de marchés auxquels il s'exposerait en investissant de la sorte.

Lors de la phase préparatoire de ce mémoire, nous n'avons pas trouvé de recherches académiques traitant le sujet des REIT au niveau de la Belgique. Nous avons également constaté que la plupart des écrits traitant de l'univers des SICAFI et des SIR était d'ordre juridique et fiscal et rares étaient ceux qui abordaient la question sous l'angle économique et financier, hormis certains articles généralistes et à l'exception du livre de Mr De Mesure paru fin 2017 (De Mesure, 2017).

Nous avons donc décidé de contacter et interviewer différents acteurs de terrain forts d'une longue expérience en immobilier belge, brique et papier, en prenant soin de diversifier l'angle d'approche. Nous avons ainsi interviewé :

- Jean-Edouard Carbonnelle, en sa qualité d'ex CEO et ex CFO de Cofinimmo, une SIRP spécialisée en bureaux et maisons de repos ;
- Serge Wibaut, en sa qualité de président du conseil d'administration d'Aedifica, une SIRP spécialisée en maison de repos (expériences précédentes : professeur d'économie et de finance dans diverses universités, CEO AXA Banque, CIO Real Estate AXA Belgique) ;
- Laurent Hanseeuw, en sa qualité de dirigeant d'Hanseeuw Group, un groupe familial actif dans l'immobilier avec un portefeuille de près de 300 commerces et plusieurs

centaines d'appartements (expériences passées : Manager Consulting KPMG, Economist & Research analyst chez Cushman & Wakefield)

- Vincent Bruyère en sa qualité de Senior Real Estate Fund Manager chez Degroof Petercam (expérience passée multiple en gestion de fonds : Degroof Equity Behavioral Flexible funds, Degroof International World Flexible fund, equity funds, quantitative equity funds, derivatives portfolio, etc).
- Sophie Lambrighs, en sa qualité d'ex CEO de Home Invest Belgium, une SIRP spécialisée en résidentiel, et d'administratrice d'Immobel, promoteur immobilier coté (expériences précédentes : Investment Manager Real Estate chez AXA, administratrice de la SIRP Retail Estates);

Ces interviews nous ont permis de mieux comprendre l'univers de l'immobilier en général et celui des SIRP en particulier et de récolter informations, expériences et avis professionnels que nous n'aurions pu trouver nulle part ailleurs et qui nous ont permis d'affiner notre démarche, puis illustrer et étayer le contenu de ce mémoire (le guide d'interview est repris en annexe A, et la retranscription des différentes interviews est reprise en annexes B à F).

Nous avons ensuite contacté Degroof Petercam et l'European Public REIT Association (ci-après "EPRA") et obtenu données et indices sur les REIT européens et les SIRP afin de calculer nous-mêmes corrélation et beta pour tenter de mieux comprendre la sensibilité des SIRP aux variations de marché et de voir si elles avaient un comportement similaires à leurs homologues européens. Nous avons effectué cette démarche dans un souci d'aller au fond des choses mais conscient des aléas liés au nombre réduit de SIRP.

Notre mémoire s'articule comme suit :

- Nous avons commencé par retracer brièvement l'historique et la genèse des SIR et donner quelques chiffres destinés à mieux percevoir le poids des REIT dans le monde et celui des SIRP en Belgique.
- Nous avons ensuite présenté les trois types de SIR, résumé les principales règles légales régissant la SIRP, puis décrit les différents segments du marché immobilier qu'elle couvre, pour terminer par l'analyse des différents types d'investisseurs susceptibles d'y investir.

- Ensuite, nous nous sommes attachés à identifier et décrire les différents avantages et inconvénients qu’offre ou présente un investissement en SIRP pour le particulier.
- Par après, nous avons analysé les risques auxquels se trouve exposé le particulier qui investit dans une SIRP, tout d’abord en se concentrant sur les éléments de nature à impacter le résultat et la rentabilité de la SIRP et ensuite en étudiant les risques de marché pouvant l’affecter du simple fait qu’elle est cotée.
- Nous avons enfin tenté d’identifier et de comprendre les particularités des SIRP par rapport aux REIT européens.

2 Contexte historique du régime de la Société Immobilière Réglementée

La SIR trouve son origine au tout début des années 60 aux Etats-Unis avec la création des Real Estate Investment Trust, communément appelés REIT. Le REIT était un fonds de placement, généralement coté, spécialisé en investissements immobiliers.

L'idée du législateur américain était, notamment, de permettre aux particuliers d'accéder au monde de l'investissement immobilier sans nécessairement investir de gros montants et tout en leur procurant diversification, liquidité et expertise.

Le REIT était soumis à quelques règles, essentiellement l'obligation de distribuer 90% de son revenu annuel. Paradoxalement, le REIT ne faisait l'objet d'aucune restriction en matière d'endettement. (De Mesure, 2017)

Les REIT américains ont connu un succès rapide : le nombre d'Equity REIT entre 1971 et 1990 est passé de 12 à 58 et leur capitalisation boursière de 332 millions à 5,5 milliards de dollars. (Nareit, 2018)

Vu le succès grandissant des REIT US, la plupart des pays industrialisés ont progressivement introduit un véhicule d'investissement similaire dans leur législation, avec des règles, limites et contraintes variant d'un pays à l'autre. EPRA dénombrait 34 pays disposant en 2017 d'une législation de type "REIT", dont 16 en Europe, 7 en Amérique, 10 en Asie et 1 en Afrique. (EPRA, 2017)

La Belgique s'est dotée dès 1995 d'une législation de type "REIT", ce qui a donné naissance à la SICAFI. (Simonart et Tilquin, 2013)

La SICAFI devait limiter son activité à l'investissement en immobilier, devait obligatoirement être cotée en bourse et était donc soumise au contrôle de la FSMA, l'autorité belge de contrôle du secteur financier. La SICAFI était exonérée de l'impôt sur le revenu, mais devait respecter en revanche une série de contraintes relatives au type d'activité et de revenu, ainsi qu'en matière d'endettement, de diversification, de comptabilisation, de réévaluation trimestrielle, de distribution, etc. (AR du 10 avril 1995)

Au fil du temps, les SICAFI sont développées. (Simonart et Tilquin, 2013)

En 2011, en réponse à la crise de 2008 et afin de protéger les investisseurs, le parlement européen ainsi que le conseil de l'union européenne ont adopté la directive 2011/61/UE (Directive AIFM, 2011) visant à « créer un cadre réglementaire harmonisé en matière de surveillance des gestionnaires de *fonds d'investissement alternatifs* (“FIA” ou “AIF” en anglais)» (Projet de loi du 27 mars 2014, exposé des motifs, p. 7)

Cette directive AIFM (2011) imposait aux gestionnaires des fonds visés une série d'obligations relativement lourdes en matière de règles de fonctionnement et de reporting et donc de coût. (J-E. Carbonnelle, interview, juin 2018)

Malheureusement, du fait qu'elles avaient en droit belge le statut d'organisme de placement collectif, les SICAFI allaient automatiquement être considérées comme *fonds d'investissement alternatifs* et en conséquence devoir se soumettre à la directive AIFM (2011) qui allait être transposée en droit belge par la loi relative aux *Organismes de Placement Collectif Alternatifs* et à leurs gestionnaires, la Loi OPCA (2014). (Projet de Loi relatif aux sociétés immobilières réglementées, exposé des motifs, 2014, p. 11)

Mais, le législateur belge a estimé qu'il n'était « pas certain que cet encadrement supplémentaire apporte vraiment quelque chose d'intéressant pour ce qui concerne spécifiquement les SICAFI ». (Projet de Loi relatif aux sociétés immobilières réglementées, résumé et exposé des motifs, 2014, p.3)

Il a par ailleurs constaté que les véhicules de types “REIT” de pays européens limitrophes, bénéficiant d'une exonération fiscale similaire et soumis aux mêmes types de contraintes que les SICAFI, ne tomberaient pas nécessairement dans le champ de la Directive AIFM (2011) du fait que, sur le plan juridique, ils seraient considérés comme sociétés commerciales cotées et non comme organisme de placement collectif. (Projet de Loi relatif aux sociétés immobilières réglementées, résumé et exposé des motifs, 2014, p.3)

En termes de *level playing field* avec les pays limitrophes et compte tenu de l'importance du secteur des SICAFI pour l'économie réelle ainsi que pour l'épargne publique belge, et de l'opposition exprimée par ce secteur, le législateur belge a donc considéré qu'il était essentiel de créer, à côté du statut de SICAFI, un nouveau statut qui échapperait à la Directive AIFM (2011) : le statut de Société Immobilière Réglementée, la SIR. (Projet de Loi relatif aux sociétés

immobilières réglementées, exposé des motifs, 2014, p. 3-5) (J-E. Carbonnelle, interview, juin 2018)

Economiquement, rien ne change ! Les SICAFI changent de nom et de statut. En devenant SIR, elles ne sont plus des organismes de placement collectif mais de simples entreprises commerciales. Les SIR conservent l'essentiel des règles régissant la SICAFI, notamment son régime fiscal particulier, ses contraintes et mécanismes assurant la protection des actionnaires dont le contrôle prudentiel de la FSMA. D'autre part, les règles ou dispositions qui pourraient permettre d'assimiler la SIR à un *fonds d'investissement alternatifs* sont adaptées ou éliminées dans la loi SIR. (Projet de Loi relatif aux sociétés immobilières réglementées, exposé des motifs, 2014, p. 12)

Les SICAFI qui désiraient migrer vers le régime SIR pour éviter de tomber sous la nouvelle loi OPCA (2014) ont dû modifier leurs statuts pour éliminer tout ce qui les caractérisaient comme *Alternative Investment Fund*. Ainsi, l'obligation de gérer ses placements immobiliers dans l'intérêt exclusif de ses actionnaires a été retirée. L'objet social a pris en compte l'intérêt de ses actionnaires mais aussi de ses clients en poursuivant son objet commercial qui est de détenir, gérer et mettre à disposition des biens immobiliers sur du long terme. D'autre part, la politique de placement, ou d'investissement ne pouvait plus être définie dans les statuts mais était désormais remplacée par la stratégie d'entreprise définie de façon dynamique et évolutive par le conseil d'administration.

Le nouveau régime SIR était optionnel. A l'entrée en vigueur de la loi SIR le 12 mai 2014, chaque SICAFI avait quatre mois pour choisir de rester en l'état et se plier à la loi OPCA (2014) ou passer sous le régime SIR moyennant l'agrément de la FSMA et l'accord de ses actionnaires. (Loi SIR, 2014)

Toutes les SICAFI ont opté en 2014 pour le régime SIR. A ce jour il existe 17 SIRP et plus aucune SICAFI. (J-E. Carbonnelle, interview, juin 2018)

3 Les REIT et SIRP en chiffres :

3.1 REIT

Le tableau et les informations présentées ci-dessous résume un ensemble de données publiées début 2018 par EPRA (voir Annexe B) relative au « developed market ».

Le tableau reprend le nombre de REIT et leur capitalisation boursière par zone géographique et les met en perspective par rapport au marché boursier et à la taille de l'immobilier commercial. (EPRA Research&Indices team, 2018)

Developed Market (USD Bln)

	REITs number	REITs Market Cap	Real Estate Market Cap	Commercial Real Estate	Stock Market total size
North America	243	1.075	1.121	9.146	31.482
Asia-Pacific	169	306	780	4.070	15.736
Europe	177	221	517	7.862	15.314
Total	589	1.602	2.418	21.078	62.532

Sans surprise, l'industrie des REIT est dominée par les Etats-Unis, avec 196 REIT qui capitalisent une valeur de 1.019 milliards de dollars.

En Asie-Pacifique, ce sont le Japon (62 REIT, 113 Mia \$), l'Australie (51 REIT, 101 Mia \$) et Singapour (36 REIT, 58 Mia \$) qui dominent.

En Europe, les principaux acteurs sont la France (31 REIT, 87 Mia \$), le Royaume-Unis (52 REIT, 80 Mia \$) et l'Espagne (54 REIT, 23 Mia \$). La Belgique arrive en quatrième place et les autres pays sont loin derrière.

3.2 SICAFI et SIRP

Au début 2014, juste avant la Loi SIR, les SICAFI étaient au nombre de 16. Elles employaient environ 400 personnes, totalisaient une capitalisation boursière d'environ 6 milliards d'euros et leur portefeuille sous-jacent avait une valeur estimée de l'ordre de 11 milliard d'euros. (Laffineur, 2014)

Toutes ces Sicafi ont demandé et obtenu leur agrément SIRP suite à l'introduction de la Loi SIR de 2014.

Depuis lors, seule une nouvelle SIRP est arrivée sur le marché avec la mise en bourse en 2015 de Xior, spécialisée dans les "kots d'étudiants", ce qui porte leur nombre actuel à 17.

Par contre, leur capitalisation boursière a bien progressé depuis lors et atteint en mars 2018 14,5 milliards de dollars selon EPRA, ce qui représente :

- 85,0% de l'immobilier coté en Belgique, dont la capitalisation boursière est estimée à 17,2 milliards de dollars ;
- 6,6% de l'immobilier commercial belge dont la valeur est estimée à 217 milliards de dollars ;
- 3,1 % de la capitalisation boursière totale belge estimée à 475 milliards de dollars

(EPRA Research&Indices team, 2018)

Cette forte progression de la capitalisation boursière depuis début 2014 s'explique, entre autre, par les nombreuses augmentations de capital qui caractérisent le monde des SIRP. Comme l'explique Mr De Measure, les contraintes imposées aux SIR en termes de ratio d'endettement et l'obligation qui les frappent de distribuer 80% de leur résultat annuel font que les augmentations de capital sont souvent un passage obligé pour développer leurs activités et financer l'acquisition de nouveaux biens.

A noter qu'une seule SIRP fait partie du BEL 20, à savoir Cofinimmo avec une capitalisation boursière de l'ordre de 2,9 milliards d'euros.

4 Qu'est-ce qu'une Société Immobilière Réglementée ?

4.1 Les trois types de Société Immobilière Réglementée

La Société Immobilière Réglementée (SIR) est régie par la loi du 12 mai 2014 (ci-après dénommée la « Loi SIR ») telle que modifiée par la loi du 22 octobre 2017 et son arrêté d'exécution du 13 juillet 2014 (ci-après dénommé l' « AR SIR ») tel que modifié par l'arrêté royal du 23 avril 2018.

En résumé, il s'agit d'une société à durée illimitée dont l'activité est commerciale et consiste principalement à mettre des immeubles à la disposition d'utilisateurs.

La SIR doit être agréée par la FSMA et est soumise à son contrôle prudentiel.

Il existe trois types de SIR :

- La Société Immobilière Réglementée Publique (SIRP). Elle doit être cotée en bourse et est donc accessible au public. Elle est soumise à toute une série de règles, contraintes et obligations dans un souci de protection de l'investisseur.
- La Société Immobilière Réglementée Institutionnelle (SIRI). Elle peut être cotée, bien qu'en pratique aucune ne le soit actuellement, et son capital doit être détenu à hauteur de 25% minimum par une SIRP et le solde par des investisseurs institutionnels. Les règles, contraintes et obligations auxquelles elle est soumise sont allégées par rapport à la SIRP, du fait essentiellement de la nature de son actionariat et de sa consolidation au sein son actionnaire SIRP.
- La Société Immobilière Réglementée à But Social (SIRBS). Elle doit être constituée sous la forme d'une société coopérative à responsabilité limitée à but social et ne peut donc pas être cotée en bourse. Elle est soumise globalement aux mêmes règles, contraintes et obligations qu'une SIRP, moyennant certaines exceptions dont la principale est que son activité doit se limiter exclusivement au secteur de l'enseignement et de la santé.

Dans le cadre de ce mémoire, nous nous concentrerons sur la SIRP. Dans la suite de cette partie, nous analyserons donc en détail le régime de la SIRP, mais nous passerons également en revue les principales particularités de la SIRI et de la SIRBS.

4.2 La Société Immobilière Réglementée Publique

4.2.1 Généralités

La SIRP doit obligatoirement être constituée sous la forme d'une société anonyme ou en commandite par action. (Loi SIR, art.11, §4)

Son capital doit être fixe et ses actions doivent être cotées sur un marché réglementé belge (Loi SIR, art.2, 2°) avec le flottant représentant à tout moment minimum 30% des actions à compter d'un an après l'obtention de l'agrément en tant que SIRP. (Loi SIR, art. 23, §3).

Comme mentionné précédemment, La SIRP est soumise au contrôle prudentiel de l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA) qui joue un rôle de protection vis-à-vis de l'épargnant qui n'est pas toujours en mesure d'apprécier lui-même le risque de son investissement. (Loi SIR, art. 54, §1)

L'activité de la SIRP doit consister à titre principal à « mettre directement, ou par le biais d'une société dans laquelle elle détient une participation « ... », des immeubles à la disposition d'utilisateurs ». En d'autres termes, son activité consiste à mettre en location les immeubles qu'elle détient. Dans ce cadre, elle peut pratiquer, en propre, l'ensemble des « activités liées à la construction, l'aménagement, la rénovation, le développement, l'acquisition, la cession, la gestion et l'exploitation d'immeubles » (Loi SIR, Art. 4, §1, tel que modifié par la loi du 22 octobre 2017).

La SIRP peut donc prêter toutes les activités ayant pour effet de créer de la valeur ajoutée à son parc immobilier ou à ses clients.

Le terme "en propre" signifie que dans une certaine mesure, la SIRP doit effectuer elle-même ses activités. Ceci implique, entre autres, que son personnel opérationnel représente une partie substantielle de son personnel et que la SIRP ait une relation directe avec ses clients et ses fournisseurs. Néanmoins, cela n'empêche pas la SIRP de pouvoir sous-traiter ou avoir recours à des fournisseurs externes à condition que la responsabilité et la coordination de l'activité trouve sa source au sein de la SIRP. (Projet de loi du 27 mars 2014, exposé des motifs, p18, Art.4)

Moyennant le respect de certaines limites, la SIRP peut également détenir des biens immobiliers suivants (visés, à l'article 2,5°, vi à xi de la Loi SIR) :

- Parts de SICAFIs publiques/institutionnelles ;
- Parts d'OPCs (Organisme de Placement Collectif) immobiliers étrangers agréés
- Parts d'OPCs immobiliers non agréés mais implantés dans un Etat membre de l'EEE (Espace Economique Européen) uniquement s'ils sont soumis à un régime de contrôle analogue à celui des SICAFIs publiques ;
- Actions ou parts émises par les Real Estate Investment Trusts (REITs) issus de pays appartenant à l'EEE;
- Certains certificats immobiliers ;
- Parts de Fonds d'Investissement Immobilier Spécialisé (FIIS).

Comme indiqué précédemment, le législateur a doté la SIRP d'un régime fiscal particulier et l'a soumise à une série de contraintes que nous passons plus en détail ci-dessous.

4.2.2 Régime fiscal

Le résultat de la SIRP (revenus locatifs et plus-values de réalisation, diminués des dépenses d'exploitation et des charges financières) est exonéré de l'impôt des sociétés, exception faite du « montant total des avantages anormaux ou bénévoles reçus et des dépenses et charges non déductibles à titre de frais professionnels autres que des réductions de valeur et moins-values sur actions ou parts, sans préjudice toutefois de leur assujettissement à la cotisation spéciale "sur commissions secrètes" prévue à l'article 219 ». (CIR 92, art 185 bis, §1)

Les dividendes distribués par la SIRP sont soumis au taux de précompte mobilier de 30 % actuellement applicable (CIR 92, art 269, §1, 1°). Cependant, les SIR qui investissent au moins 60% de leurs biens immobiliers directement ou indirectement dans des biens immeubles situés dans un Etat membre de l'Espace économique européen et affectés ou destinés exclusivement ou principalement à des unités de soins et de logement adapté à des soins de santé bénéficient d'un précompte mobilier réduit de 30 % à 15 %. (CIR 92, art.171, 3°quater)

A ce jour, seuls les actionnaires de Care Property Invest et Aedifica jouissent de ce taux réduit, le portefeuille de ces dernières étant composé respectivement à 100% et 82% d'immobilier de soins de santé (Aedifica SA, 2017) (Care Property Invest SA, 2018)

Enfin, les sociétés qui obtiennent leur agrément comme SIRP ainsi que celles qui font l'objet d'une fusion ou absorption par une SIRP sont sujettes à l'*exit tax*, un impôt unique de 16,995% (16,5% majoré de 3,0 % de cotisation complémentaire de crise) qu'une entreprise doit supporter lorsqu'elle quitte le régime de droit commun sur les plus-values latentes nettes et sur les réserves immunisées. Cet *exit tax* s'appliquait déjà lors de l'obtention du statut de SICAFI par une entreprise. Dès lors, les SICAFI qui ont abandonné leur statut au profit de celui de SIR n'ont pas dû la repayer.

Pour le reste, il convient de noter que la SIRP est soumise au régime ordinaire en matière de TVA et de droits d'enregistrement sur les transactions de biens immobiliers.

Enfin, précisons que l'acquisition et la cession d'une action d'une SIRP est soumise à une taxe de bourse de 0,12 % depuis le 1er janvier 2018.

4.2.3 Limitation de l'endettement

Afin de limiter le risque financier lié à l'emprunt, le taux d'endettement consolidé et statutaire de la SIRP, déduction faite des instruments de couverture autorisés, ne peut franchir 65% des actifs en valeur de marché. (AR SIR, art. 23)

Une exception est prévue dans le cas où ce dépassement est dû à une variation de la juste valeur des actifs. (AR SIR, art. 23)

Un dépassement du seuil de 50% entraîne l'obligation de la part de la SIRP de réaliser un plan financier ainsi qu'un calendrier dans le but de déterminer les mesures à mettre en place afin d'empêcher que ce taux n'atteigne le seuil de 65%. Ce plan est revu par le commissaire qui émet ensuite un rapport spécial qui est transmis à la FSMA. De plus, les orientations générales du plan financier ainsi que les mesures concrètes déjà prises ou à mettre encore en œuvre doivent être détaillées dans le rapport annuel et semestriel. (AR SIR, art. 24)

Ces mesures relativement contraignantes expliquent la raison pour laquelle l'endettement de la plupart des SIRP reste en deçà des 50%. Leur taux moyen d'endettement au début 2018 s'élevait à 42% (De Rijcke, 2018)

Précisons enfin que les charges financières annuelles liées à l'endettement de la SIRP ne peuvent dépasser à aucun moment 80 % de son résultat d'exploitation, avant prise en compte des plus ou moins-values réalisées ou latentes sur le portefeuille. (AR SIR, art. 25)

4.2.4 Diversification du risque

Afin de garantir une distribution adéquate des risques liés à ses actifs immobiliers, aucune action menée par la SIRP ne peut avoir pour conséquence que plus de 20% de ses actifs consolidés soient investis dans un même ensemble immobilier et, dans le cas où cette limite est déjà dépassée, que l'action augmente encore plus ce taux. (Loi SIR, art. 30, §1)

Bien que la notion d'ensemble immobilier soit définie par le législateur comme un ou plusieurs biens immobiliers dont le risque d'investissement est à considérer comme un seul risque dans le chef de la société immobilière réglementée publique (Loi SIR, art. 30), l'appréciation de ce risque peut dans certains cas nécessiter l'intervention d'experts désignés par la FSMA.

Par ailleurs, la FSMA peut dans certaines conditions accorder une dérogation à la règle des 20%. (Loi SIR, art. 30, §3)

Lorsque le risque porte sur l'identité du locataire, cette limitation ne s'applique pas si la location de l'ensemble immobilier est couverte par un engagement à long terme d'un Etat membre de l'EEE (Loi SIR, art. 30, §5). C'est par exemple le cas de Befimmo qui informe dans son rapport annuel que le portefeuille est peu diversifié d'un point de vue sectoriel et géographique, il est composé d'immeubles de bureaux essentiellement situés à Bruxelles et dans son Hinterland économique (67,38% du portefeuille au 31 décembre 2017). De plus, il indique que 68,2% est loué au secteur public, dont 58,47 % au secteur public belge. (Befimmo SA, 2018)

4.2.5 Etablissement des comptes

Comme toute société cotée, la SIRP établit ses comptes consolidés selon les normes IFRS (règlement (CE) n°1606/2002). Mais afin de faciliter la comparabilité des informations financières des différentes SIRP, elles doivent également appliquer ces normes IFRS pour établir leurs comptes statutaires. (AR SIR, art. 11, §1).

4.2.6 Evaluation par un expert

Afin de garantir la transparence de son patrimoine, la SIRP doit nommer un ou plusieurs experts immobiliers indépendants (Loi SIR, art. 24, §1) pour une période de 3 ans renouvelable. Cependant, un même expert ne pourra “en aucun cas être chargé de l'évaluation d'un bien immobilier donné pour une période supérieure à trois ans”.

Ces experts sont chargés d'évaluer la juste valeur des biens immobiliers/du patrimoine immobilier de la SIRP (y compris ceux de sa/ses filiale(s)) à la fin de chaque exercice, et de l'actualiser à la fin des 3 premiers trimestres. (Loi SIR, art. 47, §1 et 2)

Ces biens immobiliers sont comptabilisés à leur juste valeur dans le respect de la norme IAS40. Cela signifie qu'aucun amortissement n'est autorisé, l'ajustement de valeur s'effectuant via des plus-values et des réductions de valeur. (Règlement (CE) n° 1126/2008)

4.2.7 Affectation du résultat

Chaque année, la SIRP doit distribuer, à titre de rémunération du capital, minimum 80 % d'un montant déterminé comme précisé ci-après, déduction faite de la diminution nette de l'endettement au cours de l'exercice. (AR SIR, art.13, §1). Le mode de calcul du montant en question est précisé au Chapitre III de l'Annexe C de l'AR SIR et est relativement complexe. Il correspond, dans les grandes lignes, au cash-flow généré sur l'année.

Néanmoins, une dérogation existe lorsque cette distribution aurait pour conséquence que le taux d'endettement consolidé ou statutaire de la SIRP dépasse le seuil de 65% ou lorsque le taux est d'ores et déjà au-dessus de la limite. (AR SIR, art.13, §2).

4.2.8 Autres contraintes

Il existe d'autres obligations, limitations ou contraintes que nous avons choisi de ne pas détailler dans ce mémoire par soucis de simplification : règles de conflit d'intérêts, nombre d'administrateurs indépendants, etc.

4.3 La Société Immobilière Réglementée Institutionnelle

La loi SIR crée en plus de la SIRP, un deuxième type de SIR, la société immobilière réglementée institutionnelle (SIRI).

Les SIRI sont en principe sujettes aux mêmes dispositions que la SIRP mais bénéficient néanmoins de nombreuses dérogations, énumérées à l'article 69 de la loi SIR.

En effet, la SIRI échappe au niveau statutaire, entre autres aux obligations de diversification, d'endettement et de nomination d'un expert immobilier.

Ceci se justifie par le fait que contrairement à la SIRP qui recueille ses moyens financiers auprès du public, les titres de la SIRI ne peuvent être acquis et détenus que par des investisseurs institutionnels ou professionnels ou par des personnes physiques, à condition que le montant de l'investissement soit de minimum 100.000 EUR (AR du 13 juillet 2014 tel que modifié par l'AR du 23 avril 2018), agissant dans les deux cas pour leur compte propre (Loi SIR, art. 2, 3°). On considère donc que ces actionnaires peuvent être moins protégés.

En outre, les actions de la SIRI devant être détenues directement ou indirectement par une SIRP à hauteur de plus de 25 % (loi SIR, art. 2, 3°) un grand nombre de dispositions s'appliquent au niveau consolidé, cela n'aurait donc pas de sens de les appliquer à la SIRI au niveau statutaire. (Projet de Loi relatif aux sociétés immobilières réglementées, exposé des motifs, 2014, p.50, art. 69)

L'objectif du législateur en instaurant la SIRI était de permettre à la SIRP d'étendre son régime fiscal à ses filiales et ainsi de mener des partenariats et des projets spécifiques avec des tiers tout en étant soumis à un régime moins contraignant.

Bien que les actions de la SIRI soient obligatoirement nominatives (Loi SIR, art. 71, §1) elles peuvent être cotées en bourse à condition que la SIRI « prenne des mesures adéquates pour garantir la qualité d'investisseurs éligibles de ses actionnaires et qu'elle ne contribue pas ou ne favorise pas la détention de ses actions par des investisseurs autres que des investisseurs éligibles » (Loi SIR, art.71, §2, al 1er).

En pratique cette condition est difficile à mettre en œuvre : par quel mécanisme pourrait-on empêcher un particulier d'acheter une action cotée sur Euronext par exemple. De ce fait aucune SIRI n'est actuellement cotée en Bourse. (J-E. Carbonnelle, interview, juin 2018)

4.4 La Société Immobilière Réglementée à But Social

La loi du 22 octobre 2017 modifiant la loi SIR a créé le régime de la SIR à but social.

La SIRBS doit être constituée sous la forme d'une société coopérative à responsabilité limitée à but social et de ce fait, ne peut donc pas être cotée en bourse.

En résumé, son activité, bien que consistant comme la SIRP à mettre des biens immobiliers à disposition d'utilisateurs, est limitée exclusivement à l'accueil des personnes porteuses de handicap, aux soins aux personnes âgées, à l'accueil de l'enfance, à l'aide à la jeunesse ou encore à l'enseignement.

Le but recherché est de créer un cadre pour permettre à des investisseurs privés de mettre plus de ressources à disposition des secteurs visés.

Tout comme la SIRI, la SIRBS est en principe sujette aux mêmes règles que la SIRP, à l'exception principalement de ce qui suit :

- Société coopérative ;
- Nombre variable d'actions ;
- Réserve à constituer pour acheter les actions des actionnaires voulant quitter la société ;
- Dette maximum de 33% pour palier à la contrainte de réserve
- le dividende octroyé ne peut pas dépasser 6% de la valeur nominale des parts.

5 Segmentation du marché des SIRP :

En investissant dans une SIRP, l'investisseur peut accéder à l'ensemble de la gamme du marché immobilier : bureaux, résidentiel, commercial, logistique et industriel, etc.

Certaines SIRP sont spécialisées dans un seul segment (pure player), d'autres ont un segment de prédilection, d'autres enfin ont une approche plus mixte comme le résume le tableau ci-dessous. Celui-ci reprend pour chacune des 17 SIRP la segmentation en juin 2017 de leur portefeuille immobilier par secteur d'activité (De Mesure, 2017).

Portefeuilleverdeling per segment van de Belgische GVV's								situatie eind juni 2017
	KA	RE	RU	LOG	WI	STU	Andere	Totaal
Aedifica		14 %	82 %				4 %	100 %
Ascencio					100 %			100 %
Befimmo	100 %							100 %
Care Property Invest			100 %					100 %
Cofinimmo	38 %		45 %				17 %	100 %
Home Invest Belgium	3 %	85 %	2 %		10 %			100 %
Immo Moury	26 %	25 %		16 %	17 %		16 %	100 %
Intervest Offices	48 %			52 %				100 %
Leasinvest RE	37 %			13 %	50 %			100 %
Montea				100 %				100 %
Qrf					100 %			100 %
Retail Estates					100 %			100 %
Vastned Retail Belgium					100 %			100 %
Warehouses Estates	14 %			22 %	62 %		2 %	100 %
WDP				100 %				100 %
Wereldhave Belgium	15 %				85 %			100 %
Xior					10 %	81 %	9 %	100 %

KA = Kantoren, RE = Residentieel, RU = Rusthuizen, LOG = Logistiek, WI = Winkelvastgoed, STU = Studentenkamers

L'investisseur peut également au travers d'une SIRP opérer une diversification géographique, bien que, comme le montre le tableau ci-dessous, les investissements restent encore plutôt concentrés sur la Belgique. Ce tableau reprend pour l'ensemble des 17 SIRP la segmentation géographique de leur portefeuille immobilier en juin 2018 (De Mesure, 2017).

Geografische omzetverdeling van de Belgische GVV's							situatie eind juni 2017
	B	F	NL	Lux	D	Andere	Totaal
Aedifica	77 %		9 %		14 %		100 %
Ascencio	62 %	33 %				5 %	100 %
Befimmo	96 %			4 %			100 %
Care Property Invest	100 %						100 %
Cofinimmo	71 %	16 %	9 %		4 %		100 %
Home Invest B.	88 %		12 %				100 %
Immo Moury	100 %						100 %
Intervest Offices	98 %		2 %				100 %
Leasinvest RE	45 %			47 %		8 %	100 %
Montea	47 %	28 %	25 %				100 %
Qrf	90 %		10 %				100 %
Retail Estates	94 %		6 %				100 %
Vastned Retail Belgium	100 %						100 %
Warehouses Estates	100 %						100 %
WDP	43 %	4 %	49 %			4 %	100 %
Wereldhave Belgium	100 %						100 %
Xior	55 %		45 %				100 %

Nous passons ci-après rapidement en revue les différents segments du marché ainsi que leurs tendances actuelles.

5.1 Bureaux

Il s'agit du segment le plus important et il se concentre essentiellement sur Bruxelles. Cela découle principalement de la présence de nombreuses institutions internationales. (De Mesure, 2017)

Ce segment a été caractérisé par une offre excessive et spéculative à partir de 2006, ce qui provoqua une augmentation graduelle de vide locatif qui approcha 12% en 2010. Depuis lors le taux d'inoccupation diminue de façon régulière jusqu'à passer à nouveau sous les 10% fin 2016. (De Mesure, 2017)

D'autre part, ce segment est impacté par l'évolution dans la manière de travailler (horaires flexibles, télétravail, flexdesk, travail chez le client, espaces de co-working, etc). Les sociétés réduisent le nombre de postes de travail et le nombre de mètres carrés par poste. (J-E. Carbonnelle, interview, juin 2018)

5.2 Résidentiel

Ce segment comprend des investissements dans le logement au sens large. On y trouve le résidentiel classique, les maisons de repos et résidences-services, le logement étudiants et les hôtels. (S. Lambrighs, interview, juillet 2018)

Le résidentiel classique consiste en des appartements et des maisons concentrés le plus souvent à Bruxelles et dans les plus grandes villes de Belgique.

Le segment des maisons de repos et résidences-services est très prisé. Les investisseurs y portent un grand intérêt en raison du vieillissement croissant de la population et du fait que la grande majorité des baux sont de type 'triple net' : les taxes, les assurances, et les frais de maintenance du bâtiment sont à charge du locataire et non de la SIRP. (De Measure, 2017)

Le logement étudiant, le fameux « kot », est un segment en croissance qui est accessible maintenant à l'investisseur particulier en Belgique depuis l'entrée en bourse de la SIRP Xior.

Quant à l'hôtellerie, aucune SIRP n'est spécialisée dans ce segment. Ce segment souffre du développement de plateformes de réservation en ligne de logements entre particuliers comme Airbnb. (J-E. Carbonnelle, interview, juin 2018)

5.3 Commercial

Ce Secteur comporte également plusieurs sous-secteurs spécifiques : magasins de centres villes ou de périphérie, galeries commerciales, shopping centers, etc. Ils possèdent chacun leurs propres dynamiques et leurs propres défis. (De Measure, 2017)

Chaque sous-segment souffre cependant de la montée en puissance du commerce internet. (J-E. Carbonnelle, interview, juin 2018)

5.4 Logistique et Industriel

Ce segment comprend l'immobilier logistique et semi-industriel. Aujourd'hui l'externalisation croissante du stockage et de la distribution, confiés à des spécialistes, a mis l'accent sur le développement d'un nouveau marché de bâtiments logistiques de haute qualité et technicité, situés sur les axes de circulation stratégiques. (De Measure, 2017)

A noter que les SIRP WDP et Montea sont très performantes et dynamiques dans leur segment. (S. Lambrighs, interview, juillet 2018)

6 Qui investit dans les SIRP et quelles sont leurs motivations ?

6.1 Les investisseurs : privés ou institutionnels ?

Selon Mr Bruyère, « il est très difficile de déterminer la proportion entre particuliers et institutionnels investissant dans les SIRP », principalement du fait que l'actionnaire ne doit se déclarer qu'au-delà d'un seuil de 3 à 5%. « De plus cette proportion est variable d'une SIRP à l'autre. Ainsi, certaines SIRP ont un actionariat volontairement composé principalement d'institutionnels car ce sont en général des investisseurs long-terme et stables, qui n'ont pas peur de passer les crises ».

Cependant, Mr Carbonnelle rappelle qu'« en Belgique, le système de la SIR a été mis sur pied dans le but d'offrir aux investisseurs individuels particuliers un moyen de diversification ». Il estime que « Les SIR belges ont proportionnellement plus d'investisseurs individuels que les sociétés immobilières étrangères cotées ». Par exemple, « Cofinimmo, qui est la SIR la plus importante, a environ 50% d'actionnaires individuels, ce qui est beaucoup pour une société de cette taille qui pèse 2,2 Milliards d'euro de capitalisation boursière. C'est même assez exceptionnel ».

Toujours selon lui, la proportion d'investisseurs particuliers peut atteindre 65%, peut-être 75% dans les SIRP de petites tailles car la relative faiblesse du volume journalier posera un problème de liquidité à l'investisseur institutionnel, ce qui est moins le cas pour le particulier (sauf bien sûr lorsque la bourse dévisse).

6.2 Les investisseurs institutionnels

6.2.1 Assurances

Afin de faire face à une chute de revenus à l'âge de la pension beaucoup de particuliers achètent personnellement des produits d'assurances-vie comme l'assurance épargne pension, l'épargne long-terme, l'épargne libre sous forme d'assurance vie, ou via leur employeur au travers d'une assurance groupe.

Lors de la survenance du risque (pension ou décès) les compagnies d'assurances doivent garantir le paiement du capital augmenté d'un certain rendement. Afin d'y parvenir les compagnies d'assurances doivent donc investir les primes perçues sur du très long terme mais

ne peuvent pas prendre de risques exagérés. Ce qui lui laisse que peu d'options d'investissements. (L. Hanseeuw, interview, juin 2018)

Selon Mr Hanseeuw, le segment Vie répartit ses capitaux sur essentiellement trois grandes catégories d'actifs : +/- 60% à 70% en obligations d'Etat, +/- 20% en actions (autre qu'immobilier papier) et +/- 10% en immobilier. Les assureurs sont en général des monstres en termes de capitaux. Donc les 10% des capitaux gérés par les assurances vie, investis dans l'immobilier, ça représente des montants colossaux. D'où le fait qu'ils soient des acteurs surdominants sur le marché immobilier ».

Ainsi, AG Real Estate, le premier acteur immobilier en Belgique, détient un portefeuille immobilier de 4,5 milliards d'euros dont environ 500 millions d'euros investis dans des fonds de placement immobiliers (cotés en bourse ou non) » (AG Real Estate, s.d.)

Mr Carbonnelle confirme que parmi les investisseurs institutionnels qui investissent dans les SIRP l'on retrouve surtout des compagnies d'assurances qui, pour placer leurs réserves, pour honorer leurs contrats d'assurance groupe ou d'assurance individuelle, ont besoin d'actifs qui ont du rendement et le trouve, entre autre, dans l'immobilier coté en bourse.

Selon Mr Hanseeuw, pour les grandes compagnies d'assurances, l'investissement dans les SIRP leur permet une diversification de leur portefeuille global. Elles peuvent par exemple investir dans des SIRP spécialisées dans des secteurs peu ou pas développés dans leur portefeuille réel et y bénéficier de leur expertise. Pour les plus petites compagnies d'assurances, l'immobilier papier offre une facilité de gestion par rapport à l'immobilier brique.

Mr Bruyère confirme que les compagnies d'assurances sont des investisseurs institutionnels importants dans les SIRP mais il estime qu'elles y seraient encore plus présentes sans la contrainte *Solvency II* dont elles font l'objet.

Pour rappel, «la réglementation *Solvency II* impose un contrôle rigoureux des risques extrêmes, via une exigence en fonds propres permettant de couvrir les différents risques encourus par les compagnies d'assurance européennes». (Hadjadj-Gomes, 2011)-(ACPR Banque de France, 2018)

Or, il se fait que le taux de couverture par les fonds propres exigé par *Solvency II* pour un investissement en immobilier papier est de 39% (similaire aux actions) alors qu'il n'est que de 25% pour l'immobilier brique. (S. Wibaut, interview, juin 2018)

C'est la raison pour laquelle l'European Public Reit Association (EPRA) ainsi qu'un certain nombre d'assureurs font actuellement du lobbying au niveau de la Commission Européenne afin de diminuer le taux de couverture exigé sur l'immobilier papier. (Charls, 16) (Dombrovskis, 2017) (EPRA, 2017)

6.2.2 Fonds de pension

Par contre les fonds de pension, eux, ne sont pas soumis à *Solvency II*. Ils investissent donc beaucoup dans des REIT belges et européennes. Ce sont des investisseurs à très long terme (on parle de 15 ans, 20 ans de contrat). (V. Bruyère, interview, juillet 2018)

6.2.3 Les fonds d'investissement

« Une partie des institutionnels vont investir dans l'immobilier papier plutôt que l'immobilier brique car la question pour eux ne se pose même pas. » C'est le cas des fonds SICAV. (L. Hanseeuw, interview, juin 2018)

« Ces fonds peuvent être des fonds d'investissement mutuel généraliste qui investissent en tout type d'actions (industrielles, de services, immobilières) mais aussi des fonds spécialisés dans l'investissement en immobilier coté qui achètent des valeurs belges mais aussi des valeurs françaises, espagnoles, anglaises, suivant des thématiques comme par exemple du bureau en Angleterre, des centres commerciaux à l'échelle européenne, du résidentiel parisien, etc ». (J-E. Carbonnelle, interview, juin 2018)

6.3 Les particuliers

6.3.1 Petits investisseurs

Comme Mr Carbonnelle le rappelle « en Belgique, le système de la SIR a démarré dans le but d'offrir aux investisseurs individuels particuliers un moyen de diversification ». Les SIRP sont particulièrement attractives pour les petits investisseurs qui bien que désireux d'investir dans de l'immobilier ne disposent pas du capital suffisant pour l'acquisition d'un bien immobilier et pas les épaules assez larges pour faire face aux aléas liés à la gestion de ce type de bien.

De surcroît, les rendements de dividendes des SIRP rencontrent les motivations de certains petits investisseurs à la recherche de revenus récurrents et stables.

Mr Hanseeuw précise que « dans tous les wealth management et private banking, on retrouve des participations en SIRP car cela permet un revenu récurrent, ce qui plait à beaucoup d'investisseurs particuliers belges. »

6.3.2 Gros investisseurs

Mr Hanseeuw souligne que parmi les particuliers, il y a « des gros investisseurs qui ont souvent eux-mêmes historiquement apporté des immeubles au moment de la création de la SIRP, et donc sont en tant que particulier, actionnaires historiques ». Il illustre cela par l'exemple d'Aedifica, créée en 2003-2004. Bien que spécialisée aujourd'hui en maison de repos, à l'origine c'était une Sicafi résidentielle lancée par la Banque Degroof et d'autres acteurs immobiliers. La Banque Degroof a conseillé à des familles de devenir actionnaire par apport d'immeubles. Certaines familles sont toujours dans l'actionnariat aujourd'hui.

Autres exemples, les familles Depauw, Wagner et Mestdag qui sont actionnaires importants dans respectivement WDP, WEB et Ascencio. (V. Bruyère, interview, juillet 2018)

7 Quels avantages pour un particulier d'investir dans l'immobilier papier ?

L'investisseur particulier qui souhaite investir en immobilier brique sera limité, sauf exception, à l'immobilier résidentiel et pourra acheter, selon son degré de fortune, un ou plusieurs appartements, maisons ou immeubles de rapport. Cet investissement dans la brique présente plusieurs inconvénients : investissement chronophage, mise de fonds importante, concentration du risque, exposition au risque de vide locatif, illiquidité, gestion des locataires et du bien, transmission de patrimoine relativement lourde, etc.

L'investissement dans une SIRP apporte une solution efficace, pratique et immédiate à l'ensemble de ces inconvénients, ce que recherchait d'ailleurs le législateur : « À mesure qu'elles ont davantage de biens immobiliers qu'elles mettent à la disposition d'utilisateurs, ces entreprises offrent à leurs actionnaires une meilleure diversification des risques et des économies d'échelle, améliorant ainsi le rendement des moyens investis dans cette activité économique et les recettes fiscales des États concernés ». (Projet de Loi relatif aux sociétés immobilières réglementées, exposé des motifs, 2014, p.5).

Analysons cela en détail.

7.1 Liquidité

Un bien immobilier n'est pas un actif très liquide. Les loyers sont sujets au risque de vide locatif et la cession d'un bien est un processus qui s'étale sur plusieurs mois, voire plusieurs années et dont le résultat, y compris en termes de prix, peut se révéler plus qu'aléatoire.

Si la décision d'investir dans telle ou telle SIRP ou la décision d'en sortir peut prendre un certain temps, cela n'est rien en regard du temps à consacrer en cas d'achat ou de vente d'un bien immobilier : recherche du bien ou du vendeur, négociation, financement, attestations, compromis et acte, etc. Sans parler du temps additionnel en cas de construction, achat sur plan ou rénovation. (V. Bruyère, interview, juillet 2018)

La règle qui oblige les SIRP à avoir à tout moment un flottant de 30%, garanti, en situation normale de marché, de pouvoir y entrer et en sortir rapidement. (Home Invest Belgium SA, 2018)

Une fois la décision prise, l'entrée ou sortie d'une SIRP est l'affaire de quelques secondes pour les SIRP avec un marché très actif à quelques jours pour les SIR moins actives.

7.2 Diversification et mise de fonds initiale

L'achat d'un bien immobilier nécessite généralement une mise de fonds substantielle, même s'il est accompagné d'un emprunt. Comme le souligne Mme Lambrighs, « Tout le monde n'a pas forcément le ticket, le capital ou ne souhaite pas placer toutes ses économies dans un seul bien ».

L'absence ou le faible degré de diversification qui en découle, expose fortement le particulier au risque de vide locatif et d'obsolescence.

En investissant dans une SIRP, le particulier réalise une diversification à deux niveaux.

Comme exposé précédemment, afin de garantir une distribution adéquate des risques liés à ses actifs immobiliers, la SIRP a l'obligation de diversifier son portefeuille immobilier, entre autres, par région géographique et par catégories d'utilisateur ou locataire. (Loi SIR, art. 29) Pas plus de 20% de ses actifs consolidés ne peuvent être investis dans un même ensemble immobilier. (Loi SIR, art. 30, §1)

Un investissement SIRP permet donc à l'investisseur disposant de peu de capitaux, d'accéder rapidement à un patrimoine immobilier très diversifié, ce qui n'est pas possible dans l'immobilier direct réel. En achetant quelques actions d'une SIRP, l'investisseur particulier possédera une fraction du patrimoine celle-ci. Il peut démarrer avec une somme peu élevée car il suffit de quelques dizaines d'euros pour acquérir un titre. Et en multipliant les positions à hauteur de plusieurs milliers d'euros il peut se constituer un portefeuille de plusieurs SIR. (J-E. Carbonnelle, interview, juin 2018)

De plus, la SIRP permet à l'investisseur de diluer toute une série de risques tels que la vacance locative, le défaut de paiement, l'obsolescence, etc., qui peuvent pour la personne investie en brique être source de rupture de cash-flows qui peut lui être fatale. Dans la SIRP, ces risques vont se diluer dans la masse et se répartir dans le temps : quand certains immeubles seront vides, d'autres seront totalement loués et la nécessité de rénover n'impactera qu'une partie du parc immobilier à la fois. Ceci permet à la SIRP, et donc à l'investisseur, de bénéficier de cash-flows beaucoup plus stables.

7.3 Accès à certains segments traditionnellement inaccessibles

Sauf exception, le choix d'un particulier désireux d'acheter un bien immobilier sera limité au segment résidentiel classique : appartement ou maison.

Un des autres grands mérites d'un investissement en SIRP est que cela permet au particulier d'investir dans des segments spécialisés du marché immobilier, tels que le bureau, la résidence service, la logistique et le retail, auxquels il ne pourra jamais accéder en direct. (Petitfrère, 2017)

Et même fortuné, un investisseur particulier ne pourrait investir dans l'immobilier de bureaux, commercial et logistique de façon diversifiée, sauf à détenir un très grand patrimoine. (L. Hanseeuw, interview, juin 2018)

Cet accès aux segments spécialisés représente donc une nouvelle opportunité d'investissement mais permet également d'opérer une certaine diversification, car ils ne fluctuent pas nécessairement avec la même intensité et/ou selon le même timing que l'investissement résidentiel (brique ou papier).

7.4 Gestion et suivi assurés par des tiers professionnels

La bonne connaissance du marché, la faculté d'opérer un choix judicieux quant au bien immobilier à acquérir, de bien le négocier et de payer le juste prix ne sont pas à la portée du premier investisseur venu. Ensuite, il doit faire face aux aléas de la gestion comme la mise en location, la recherche de corps de métiers, les réparations, les mauvais payeurs, les états des lieux, etc. (S. Wibaut, interview, juin 2018) (J-E. Carbonnelle, interview, juin 2018)

Ce qui laisse penser Mr Hanseeuw que la principale motivation d'un particulier pour investir dans une SIRP peut tout simplement être de ne vouloir s'occuper de rien. Soit par manque de temps, soit parce qu'il estime ne pas avoir l'expertise nécessaire, soit qu'il n'a tout simplement pas envie de se compliquer la vie.

En investissant dans une SIRP, le particulier choisit de confier tous les aspects que comprend la gestion immobilière patrimoniale à des professionnels et de se reposer sur leurs compétences, leur expertise, dans un but de tranquillité d'esprit, tout en restant relativement bien informé sur l'entreprise grâce à l'obligation d'information du public auquel les SIRP sont soumises. (Home Invest Belgium SA, 2018)

Et en toute logique, les professionnels au sein de la SIRP, chacun spécialisé dans son domaine, devraient faire mieux que le particulier.

A cela peut s'ajouter la plus-value de l'analyste et conseiller en fonds de placement qui après analyse d'une multitude de variables et compréhension du marché global conseille le particulier dans le choix de la ou les SIRP. (V. Bruyère, interview, juillet 2018)

7.5 Effet d'échelle

Contrairement au particulier, une SIRP sera en mesure de gérer au mieux ses coûts en bénéficiant de l'effet échelle.

Afin de faire mieux que les investisseurs privés sur le marché résidentiel Mme Lambrighs explique en parlant de Home Invest : « nous avons commencé à développer nos propres projets, pour ne pas devoir payer la marge à un promoteur et créer de la valeur dans le portefeuille, parce que nous ne sommes pas prêt à acheter au même prix qu'une somme de privés achèterait à un promoteur ».

Selon Mr Bruyère, « Du fait que par exemple Vonovia, en Allemagne, en vient à posséder un parc immobilier de 400.000 appartements, elle obtient des économies d'échelles considérables qui viennent largement contrebalancer certaines inefficiences dues à la taille de l'entreprise. Donc avec 400.000 appartements, si «...» Vonovia programme de remplacer 2.500 fenêtres, le coût par fenêtre sera bien moindre que si on remplace les fenêtres uniquement pour un bâtiment. Le particulier n'aura jamais de prix compétitifs, il aura un prix de marché ».

7.6 Dividendes réguliers et rendement

En raison de la nature de leurs actifs qui génèrent un flux de revenus récurrents stables, et de l'obligation de distribuer 80% de leurs résultats annuels, les SIRP sont des actions à hauts dividendes.

Or, il n'y a que peu de secteurs qui offrent de tels dividendes et nombreux sont les investisseurs qui souhaitent obtenir un rendement régulier de leur investissement en actions. Ces derniers sont donc attirés par un investissement SIRP. (L. Hanseeuw, interview, juin 2018)

Mme. Lambrighs indique qu'« en termes de rendement, on atteint quasi les mêmes niveaux que dans l'immobilier direct. Aujourd'hui on voit que les SIR ont des rendements de l'ordre de

5% brut. Sachant qu'il y a un précompte de 30%, cela donne un rendement de l'ordre de 3,5% net, ce qui n'est pas éloigné de ce qu'on peut obtenir en investissant directement ».

7.7 Transmission de patrimoine

“Certaines situations d'indivision sont parfois très difficiles à gérer, comme la situation d'un couple qui se sépare, des associés qui changent d'activité, certains héritiers qui préfèrent un capital plutôt qu'un droit immobilier. A ce moment se pose le problème de la sortie d'indivision”. (Fednot,2018)

Ainsi, en cas de succession avec héritiers multiples ou en cas de divorce, le partage des biens immobiliers soulève potentiellement plusieurs problèmes : valorisation, difficulté de se mettre d'accord sur la suite, illiquidité, etc.

Rien de tout cela avec un portefeuille de titres (actions, obligations, SIRP, etc) dont la valorisation et le partage sont aisés et rapides. (S. Lambrighs, interview, juillet 2018)

7.8 Résistance à la crise

Le législateur dans son exposé des motifs dans le cadre de la loi SIR signalait que le secteur des SICAFI « a particulièrement bien résisté à la crise financière, ce qui s'explique d'une part par la valeur “tangibile” des biens immobiliers des entités qui en font partie et d'autre part par la création de valeur générée par les flux de revenus stables qui découlent de la mise à disposition de ces biens immobiliers». (Projet de Loi relatif aux sociétés immobilières réglementées, exposé des motifs, 2014, p.5).

“Pour la plupart des investisseurs en SIRP, l'important est le rendement dans la durée. Cela a pour effet que les SIRP font l'objet de moins d'opérations sur les marchés que les autres actions puisque beaucoup d'investisseurs achètent et conservent les titres sur une très longue période. Clairement, les SIR ne sont pas un produit spéculatif. A ce titre, elles avaient d'ailleurs été exclues de la Loi sur la taxation des plus-values sur les actions que notre pays a connue en 2016”. (Petitfrère, 2017)

L'évolution des REIT ou SIRP en cas de baisse des marchés fait l'objet d'analyses détaillées plus loin dans ce mémoire.

8 Quels inconvénients pour un particulier d'investir dans l'immobilier papier ?

Face à la longue liste d'avantages développée dans la section précédente, nous décrivons ci-après les inconvénients d'un investissement en immobilier papier par rapport à la détention d'un ou plusieurs biens en direct.

8.1 Frais de gestion :

La taille des SIRP en tant qu'organisation entraîne bien évidemment des coûts de structure.

Par ailleurs, Ms Lambrighs indique qu'en raison de son statut de SIRP elles doivent répondre à toute une série de normes et règles imposées par la loi SIR et par la Bourse, ce qui occasionne également des coûts supplémentaires.

Mr Hanseeuw soulève que « certaines SIR sont bien entendu bien plus efficaces que d'autres, et qu'il convient d'éplucher leurs comptes. Par exemple, Retail Estate est incroyablement efficace, leurs coûts de gestion sont très faibles par rapport à leur chiffre d'affaires ».

8.2 Taux de levier inférieur :

Une SIRP est limitée par la loi à un taux d'endettement de 65%, mais nous avons vu précédemment, que pour diverses raisons, il se situe généralement en dessous de 50%, avec un taux moyen d'endettement début 2018 pour l'ensemble des SIRP de 42%. (De Rijcke, 2018)

La majorité des particuliers qui achètent un bien immobilier en vue d'un placement, auront l'opportunité d'utiliser un levier bien plus important que celui des SIRP. Le risque sera plus élevé mais la rentabilité attendue sera plus importante. (L. Hanseeuw, interview, juin 2018)

8.3 Impact psychologique de la cotation en bourse :

L'inconvénient majeur cité par les différentes personnes que nous avons eu l'occasion d'interviewer est qu'en raison de sa nature boursière la valeur d'un investissement dans une SIRP évolue quotidiennement ce qui n'est pas le cas de l'immobilier réel.

Madame Lambrighs relève que « Personne ne fait évaluer un appartement dont il est propriétaire tous les jours. La majorité des investisseurs privés ne font jamais évaluer leur bien

immobilier, donc ils ne se rendent pas compte du gain ou de la perte de valeur jusqu'au jour où ils vont le vendre. »

Mr Carbonnelle précise qu'il est erroné de penser que le risque de fluctuation de valeur de l'immobilier direct est inexistant ou faible. « Si on regarde des indices (même si c'est toujours difficile de trouver un indice des prix vraiment fiable pour des biens comme des appartements ou des maisons parce qu'un appartement n'est pas un autre, une maison n'est pas une autre) on voit bien qu'il y a eu des fluctuations, non seulement globalement, si on prend toute la Belgique ou région par région, mais aussi localement : il se peut qu'un quartier se dévalorise ou qu'un autre s'apprécie. ». « Il y a quand même des fondamentaux de fluctuations de valeur sur l'immobilier direct qui ne sont pas négligeables mais qui sont moins visibles».

Il est clair que la volatilité de la SIRP ou autres REIT est supérieure à la volatilité de l'immobilier direct comme le montre le graphique ci-dessous qui compare l'évolution du European Property Index élaboré par IPD qui traque l'évolution de la valeur du marché immobilier européen et l'EPRA/NAREIT Developed Europe index élaboré par FTSE qui traque la cotation des entreprises immobilières cotées en Europe, particulièrement lors de la formation ou de l'éclatement de bulles sur les marchés, comme on a pu l'observer sur la période 2006-2008. Ces fortes fluctuations peuvent se révéler anxiogènes pour l'investisseur.

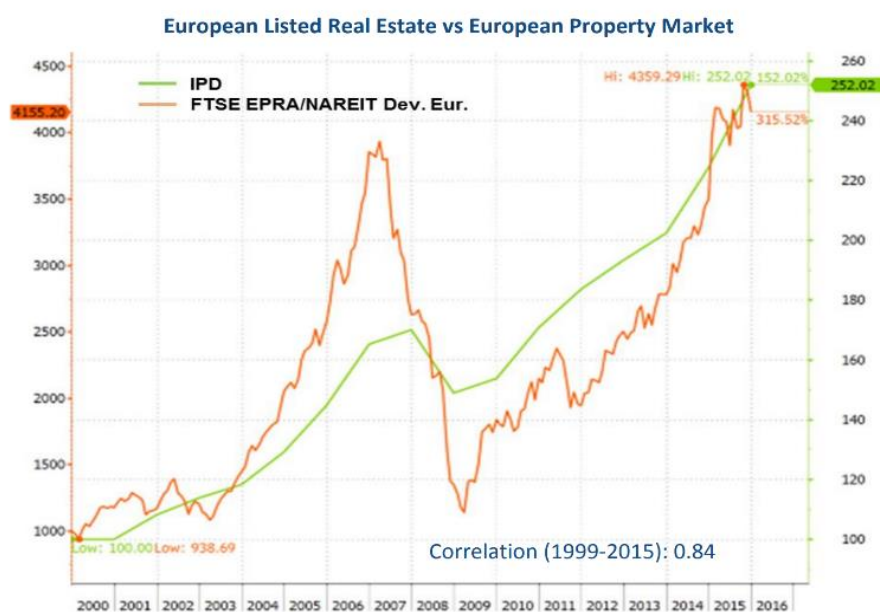


Exhibit 2. Total Return: FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index (m/m) vs. IPD Pan-Europe Index (y/y).
Source: Bloomberg.

Néanmoins, comme l'ont souligné ces mêmes interviewés, il arrive souvent que la valeur en bourse chute ou augmente sans que l'activité réelle des SIR en soit impactée.

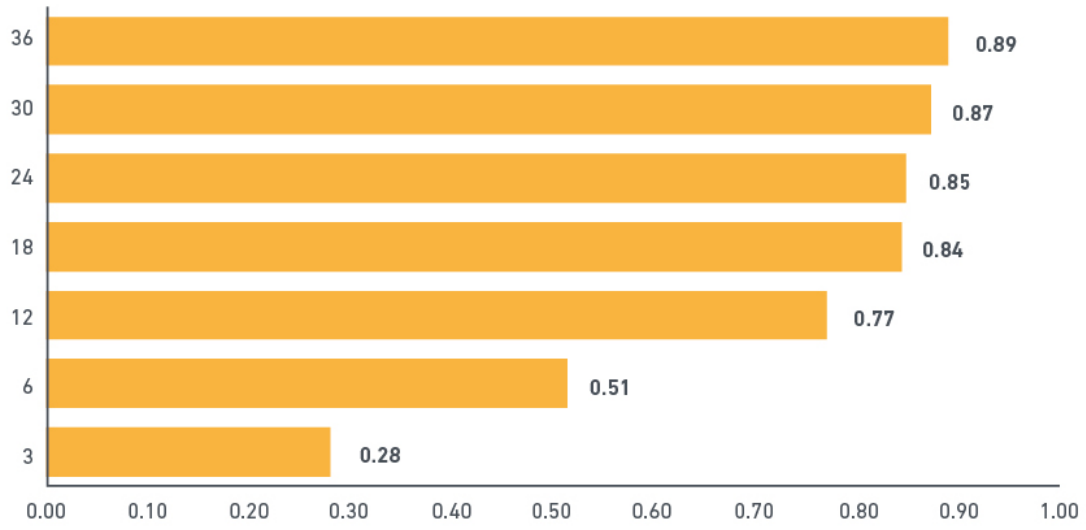
Mr Bruyère relève que la corrélation entre l'immobilier papier et le marché des actions est élevée et mais ce n'est qu'après un certain nombre d'années que l'immobilier papier aurait un comportement proche de l'immobilier réel. Il estime que si « on garde une action immobilière plus de 3 ans dans un portefeuille, on peut dire qu'elle aura capté toutes les caractéristiques de l'immobilier direct ». Par contre, « si on achète puis on revend après six ou neuf mois (une position dans une SIRP), on a investi en bourse et non en immobilier ».

Comme déjà mentionné précédemment, Mme. Lambrighs indique qu'« en termes de rendement, on atteint quasi les mêmes niveaux que dans l'immobilier direct. Aujourd'hui on voit que les SIR ont des rendements de l'ordre de 5% brut. Sachant qu'il y a un précompte de 30%, cela donne un rendement de l'ordre de 3,5% net, ce qui n'est pas éloigné de ce qu'on peut obtenir en investissant directement ».

Ce qui précède est confirmé par une étude de Hoesli & Oikarinen (2012) qui démontre que bien qu'à court terme (un à deux ans), en raison de sa nature boursière, la performance des REITs par rapport à l'immobilier direct soit substantiellement différente, l'immobilier REIT détenu pendant une période supérieure à 3 ans finit par capter les propriétés (performances et risques) de l'immobilier direct. En d'autres termes au bout de 3 ans l'immobilier REIT et l'immobilier direct présentent une forte corrélation ou co-intégration de leurs rendements. Cette étude montre également que plus la période de détention d'un immobilier coté est longue plus celui-ci captera la performance et les risques de l'actif immobilier sous-jacent.

Cullen et Teuben (2017) ont confirmé cette affirmation et ont ajouté (voir tableau ci-dessous) que jusqu'à une période de détention de 18 mois, la liquidité additionnelle que fournit l'immobilier papier se traduit par une plus grande volatilité. Au-delà de 18 mois, plus on approche des 3 à 5 ans, plus les performances de l'immobilier coté convergent vers celles de l'immobilier direct.

ASSET VS EQUITY LEVEL INDEX CORRELATIONS OVER PERIODS FROM 3-36 MONTHS



MSCI Europe ex UK IMI Core Equity RE vs IPD Europe ex UK Direct RE (quarterly returns)

9 Quels sont les risques auxquels sont confrontés les SIRP?

L'objectif de cette partie est d'identifier les risques majeurs auxquels la SIRP est confrontée et qui sont de nature à impacter son résultat et sa rentabilité.

Nous résumons ci-après les principaux risques que nous avons identifiés au cours de nos interviews.

9.1 Risque client

Dans son message aux actionnaires, en parlant de l'atteinte des objectifs de résultats en 2017, Mr Carbonnelle déclare que « La majeure partie de nos revenus sont garantis. Le seul risque que nous rencontrons est celui d'une vacance d'immeuble » (Cofinimmo SA, 2018)

Pour Mr Bruyère le plus gros risque est toujours le locataire : « Les locataires qui font faillite et qui ne savent plus payer leurs loyers, ou ceux qui partent. Donc parfois on a des actifs qui restent vides. ».

Le risque client comprend donc l'insolvabilité du locataire ou la vacance locative, c'est-à-dire l'absence de locataire suite à une résiliation anticipée ou au non renouvellement du bail ou, encore en raison de travaux de rénovation lourde.

La vacance locative s'apparente à une double peine. A l'absence de loyer s'y ajoute le fait que la SIRP doit dans ce cas également supporter certains coûts ou impôts qui sont normalement rechargés aux locataires (précompte mobilier, taxes d'inoccupation, etc). (J-E. Carbonnelle, interview, juin 2018)

Mr Hanseeuw pour sa part estime que le risque client, c'est aussi et surtout une forte dépendance sur un même locataire, ce qui lui procure un grand pouvoir de négociation lors de renouvellement de bail. C'est entre autres pour cela que la loi interdit que plus de 20% de ses actifs consolidés soient investis dans un même ensemble immobilier (LOI SIR, Art. 30, §1), sachant que les biens loués à un même locataire sont à considérer comme un ensemble immobilier.

Il donne comme exemple Cofinimmo qui a acquis, fin 2007, un portefeuille entier de cafés et de restaurants précédemment détenu par une filiale d'AB InBev, pour ensuite les relouer à AB InBev sous un bail commercial de 23 ans. Même si les loyers payés par AB InBev représentent

seulement 13,5% des loyers totaux, Mr Hanseeuw estime qu'en 2030 AB Inbev sera en position très confortable au moment des négociations de renouvellement en 2030. (ING, 2015)

Une autre situation illustre ce risque : H&M est le plus gros locataire de QRF City Retail, il représente 16,3% des loyers annuels. Les affaires vont mal pour H&M et comme sa position lui donne un certain pouvoir de négociation, H&M a résilié prématurément un contrat de bail et a demandé à revoir à la baisse les loyers de 2 autres baux. Mais QRF City Retail s'y oppose et H&M va en justice. « Le risque existe que les conditions fixées par le tribunal entraînent une baisse du niveau locatif qui pourrait être à l'origine d'une réduction de valeur sensible du bien concerné. » (QRF, 2018) (Van Rompaey, 2018)

9.2 Risque de portefeuille immobilier :

Malgré les analyses juridiques, fiscales, économiques mais aussi stratégiques préalables à l'acquisition ou le développement d'un bien immobilier, les SIRP ne sont pas à l'abri d'une mauvaise acquisition en termes de valeur ou de positionnement.

Mr Carbonnelle relève que le risque majeur au niveau du portefeuille est l'obsolescence. Car elle s'est fortement accélérée ces 20 dernières années du fait de l'évolution rapide des technologies (TIC et PEB) et des nouvelles habitudes dans le monde de travail :

- l'ensemble des nouvelles technologies utilisées pour la transmission et le traitement des informations nécessitent l'installation de câblages et la hauteur sous plafond de certains bâtiments anciens ne le permet pas.
- L'augmentation du nombre de postes de travail par mètre carré cumulée à cette informatisation massive augmentent fortement la chaleur générée et nécessitent l'installation de techniques de renouvellement et de refroidissement d'air et donc des conduits techniques sous plafond.
- Les exigences de performances énergétiques des bâtiments sont renforcées.

Certains bâtiments doivent subir des rénovations lourdes, voire même être démolis et reconstruits, car ils ne permettent plus de répondre aux besoins des clients et aux nouvelles exigences et normes. Ces coûts de rénovation ou de reconstruction sont très élevés.

La réalisation de travaux de construction et de rénovation présente en elle-même des risques réglementaires, techniques, financiers qui auront un impact sur les coûts, la durée d'inoccupation et donc la rentabilité du projet.

En outre, l'investisseur cumule dans ce cas une vacance locative car le bien n'est inévitablement pas loué pendant cette période. Ces deux risques, la vacance locative et l'obsolescence, sont source de ruptures importantes dans le cash-flow d'un immeuble et ont par conséquent un effet sur la valorisation d'une SIRP. (J-E. Carbonnelle, interview, juin 2018)

9.3 Risques liés à réglementation :

9.3.1 Urbanisme

Face aux enjeux sociaux, économiques, démographiques, énergétiques, environnementaux et patrimoniaux, les réglementations urbanistiques évoluent et se complexifient. Mr Hanseeuw est d'avis que ces 10 -15 dernières années ces réglementations se sont fortement renforcées et souligne que ces changements de réglementations ne s'appliquent pas uniquement lors de l'achat d'un bâtiment ou lors de sa destruction et reconstruction. Ces changements de réglementations représentent un risque constant pour toutes les SIRP.

Mr Carbonnelle cite l'exemple suivant : « Dans un souci d'amélioration de la mobilité et de la qualité de l'air, la région décide afin de réduire le flux de voitures de limiter le nombre d'emplacements de parkings autorisés en sous-sol par mètre carré, de sorte qu'à l'issue de la période de validité d'un permis d'environnement et donc de la demande de renouvellement du permis, un immeuble va perdre un certain nombre d'emplacements de parkings en sous-sol et se trouve dès lors confronté au mécontentement de ses locataires. De plus, il se peut que l'échéance du permis d'environnement du bâtiment voisin tombe dans 10 ans et devient de ce fait beaucoup plus attractif en termes d'offre de parkings. Cette réglementation a donc comme incidence possible une baisse du taux d'occupation, donc des revenus et voire même de valeur de l'immeuble ».

On peut se trouver devant des cas plus radicaux où l'obsolescence d'un immeuble dicterait sa démolition et donc nécessiterait l'obtention d'un permis de construire. Mais ce dernier pourrait ne plus autoriser le même nombre d'étages. « Dans ce cas, même si économiquement ce serait mieux de démolir et de reconstruire, parfois on préfère alors conserver l'immeuble,

le vider, nettoyer tout l'intérieur, garder la structure de béton et donc le nombre d'étages ». (J-E. Carbonnelle, interview, juin 2018)

Enfin, la SIRP peut de trouver confrontée à une procédure de classement ou de sauvegarde d'un immeuble. Cofinimmo a vendu le 21 avril 2016 un immeuble sur le Boulevard du Souverain, connu de tous comme le bâtiment Axa, à la représentation US en Belgique. Mais cette vente est assortie d'une condition d'obtention par l'ambassade américaine d'un permis de bâtir. Cette condition n'est à ce jour toujours pas réalisée car le bâtiment fait l'objet d'une demande de classement par la Région Bruxelloise et le bâtiment ne produit plus de revenus depuis le mois d'août 2017, date à laquelle Axa a quitté l'immeuble. (L. Hanseeuw, interview, juin 2018) (V. Bruyère, interview, juillet 2018)

9.3.2 Fiscalité

Il n'est pas difficile d'imaginer l'effet que pourrait avoir une modification du cadre fiscal ou légal sur les SIRP. Par exemple, une diminution du ratio d'endettement pourrait obliger les SIR à vendre des immeubles, à faire appel à du capital nouveau, ce qui provoquerait une dilution pour l'actionnaire existant. (J-E. Carbonnelle, interview, juin 2018)

Les SIRP sont attentives à ce type de risque. Nous pouvons lire par exemple dans plusieurs rapports annuels l'inquiétude par rapport à l'intention exprimée par le gouvernement néerlandais en octobre 2017 « d'abolir la FBI immobilière à partir de 2020, dans le cadre de la suppression générale de l'impôt sur les dividendes. » Les SIRP aidés par des conseillers fiscaux et des associations sectorielles, suivent la situation et estiment l'impact financier qu'une telle mesure provoquerait. (Montea SCA, 2018)_(WDP SCA, 2018) (Cofinimmo SA, 2018)

9.3.3 Politique

L'immobilier est très exposé à la politique publique.

Mr Hanseeuw cite l'exemple d'Aedifica et Cofinimmo, qui sont exposées aux règles en matière de subvention pour les maisons de repos : « Si dans 5-10 ans, pour des raisons budgétaires, l'Etat décide de couper de moitié les subventions, les loyers en matière de maisons de repos risquent de se tasser. »

Mr Bruyère illustre par un exemple que « la loi peut avoir un énorme impact sur la rentabilité d'une entreprise immobilière » : « en Allemagne, les loyers dans le résidentiel sont définis par

la loi. C'est ce qu'on appelle le Mietspiegel ». «Le Mietspiegel a une double fonction : il reflète l'état du marché locatif dans une zone géographique et à un moment donné, et il encadre strictement l'évolution de ce marché, limitant les hausses éventuelles de loyers à ce qui se pratique déjà dans la zone. Il joue donc un rôle de rétro-contrôle ». (Lechevalier Hurard, s.d.)

9.4 Risque de management

Le risque de management est bien sûr inhérent au monde de l'entreprise. Il n'y a pas de risque de management particulier lié aux SIR.

Nous le mentionnons cependant, car, comme toute entité cotée, la valorisation boursière d'une SIRP est très sensible à la perception que les analystes et le public ont de la qualité de son management, de la pertinence de sa stratégie et de sa capacité à la mettre en œuvre et à gérer au mieux les coûts.

Citons à titre d'exemple le départ en l'espace de 4 mois d'une grande partie du management de Cofinimmo : CFO (février 2018), CEO (mai 2018) et le CIO (juillet 2018). (Grauls, 2018) (L'écho, 2018)

9.5 Risque de conjoncture économique

Globalement, on a constaté que le résultat courant des SIRP, avant prise en compte de la variation de la valeur des immeubles en portefeuille, était resté globalement stable dans les années qui ont suivi la crise de 2008. (De Mesure, 2017).

Cette stabilité est due à la longueur des baux qui génèrent des revenus récurrents qui ne seront impactés que sur le long terme, à l'occasion du renouvellement des baux qui se feront alors à des conditions de loyer inférieures sauf à ce que la conjoncture se soit redressée entre temps. Il y a donc un effet de lissage très marqué.

Mr. Carbonnelle explique que « Cofinimmo a 10 ans de bail en portefeuille. C'est un peu comme une société industrielle qui aurait 10 ans de carnet de commandes. ».

Ceci étant dit chaque segment a sa propre sensibilité par rapport à l'évolution de la conjoncture. Ainsi la logistique et le retail seront relativement plus sensibles que le bureau qui sera lui-même plus sensible que le résidentiel.

La logistique est sensible à l'évolution de l'économie globale. Une fois que l'activité économique ralentit, la demande diminue ce qui réduit les besoins en entrepôts. Les baux y sont de plus courte durée (sauf dans le cadre des *built-to-suit*). (S. Lambrighs, interview, juillet 2018) (S. Wibaut, interview, juillet 2018). Cependant dans le cas de WDP par exemple on constate que la durée moyenne (jusqu'à la première possibilité de résiliation) des contrats de bail du portefeuille atteint 6,2 ans. (WDP, 2018)

Le retail est en prise directe avec le monde de la distribution et est corrélé à la consommation des ménages. Les baux commerciaux, bien que de 9 ans, prévoient que le locataire puisse quitter tous les 3 ans. Lorsque l'activité économique baisse, la solidité financière des locataires diminue avec tous les risques de défauts de paiement et de vide locatif que cela entraîne. Tous les secteurs du retail ne réagissent pas de la même façon d'où l'importance d'une bonne diversification au niveau sectoriel.

Par ailleurs, comme déjà mentionné, l'évolution du e-commerce réduit d'une part les besoins de stockage et donc de surface au point de vente et se substitue graduellement au retail dit « bricks & mortar » ce qui augmente le taux d'inoccupation et génère une forte pression sur les loyers. (L. Hanseeuw, interview, juin 2018) (S. Lambrighs, interview, juillet 2018) (S. Wibaut, interview, juillet 2018) (QRF SCA, 2018) (Retail Estates SA, 2018)

Le segment des bureaux sera par contre un peu moins sensible à court terme aux variations de l'activité économique car la durée des baux peut-être assez longue, jusqu'à 18 ans ou même 27 ans pour les biens loués à des institutions publiques. De plus le locataire n'a pas la liberté de quitter avant la fin de son bail. (J-E. Carbonnelle, interview, juin 2018) (S. Wibaut, interview, juillet 2018)

C'est le secteur résidentiel qui sera le moins directement impacté. Home Invest précise dans son rapport 2017 que « Compte tenu du très grand nombre de locataires, des perspectives démographiques en hausse significative en Belgique et du fait que le logement constitue, par hypothèse, un besoin essentiel de la population, le risque de voir la vacance locative augmenter de manière significative peut être considéré comme faible. » (Home Invest Belgium SA, 2018)

Mr Wibaut ajoute que le logement est un besoin fondamental, que la demande suivra la démographie et que l'impact de difficultés économiques se ressentira sur de plus longs cycles.

Un individu ne va pas quitter son logement à la première baisse de revenus, il adaptera d'abord sa consommation.

Néanmoins Mr Carbonnelle estime qu'il faudra tenir compte de l'évolution des styles de vie et donc de l'évolution du type de demande. Il y a actuellement beaucoup plus de familles monoparentales, et son corollaire, un seul revenu professionnel, donc une capacité financière de la famille diminuée. A contrario une famille devient, à la suite de son divorce, deux familles sur le marché immobilier.

Par ailleurs, une autre influence démographique est le vieillissement de la population et le développement du secteur des maisons de repos et de soins qui est peu sensible aux variations de la conjoncture économique générale. (Cofinimmo SA, 2018)

9.6 Risques de financement

9.6.1 Baisse de la valeur de l'immobilier en portefeuille

Pour rappel, Les SIR ont l'obligation de réévaluer leur portefeuille immobilier à la valeur de marché. Toute chose étant égale par ailleurs, une baisse de la valeur du portefeuille aura mécaniquement pour effet d'augmenter le ratio d'endettement et, le cas échéant, de lui faire passer le cap des 50% ou 65% de ratio d'endettement. Dans cette hypothèse, cela pourrait amener certaines SIR à devoir, dans de mauvaises conditions, soit vendre certains actifs soit recourir à une augmentation de capital.

Mr Wibaut estime que le marché a tendance à sous-estimer ce risque, sans doute du fait de la bonne teneur du prix des actifs immobiliers observés sur le marché belge.

9.6.2 Risque de taux d'intérêt

Une remontée des taux d'intérêt, qui n'est pas encore à l'ordre du jour en Europe, aurait normalement comme effet d'alourdir les charges financières des SIRP qui sont globalement endettées à hauteur de 42%. (De Rijcke, 2018)

Cependant, Gert De Mesure concluait après analyse effectuée fin 2017 que la plupart des SIRP avait couvert 75% à 95% de leur endettement et cela pour une durée variant entre 4 et 7 ans. Il précisait également qu'au travers de diverses réunions d'analystes auxquelles il avait pu assister en juillet et août 2017, il avait pu constater que la tendance générale était à l'allongement de la durée moyenne de la dette des SIRP. (De Mesure, 2017)

En janvier 2018, WDP, Aedifica, QRF et Retail Estates indiquaient avoir couvert leur dette respectivement à 86%, 60%, 92% et 80%. (De Rijcke, 2018) Autre exemple, Cofinimmo et Home Invest expliquent dans leur rapport annuel 2017 être couvert respectivement à hauteur de 81% et 73%. (Cofinimmo SA, 2018) (Home Invest Belgium SA, 2018)

D'autre part, Mr Hanseeuw précise que « Personnellement, peu importe ce qui se passe sur le marché des taux d'intérêt, je sais que jusqu'en 2020 je vais avoir ma charge moyenne d'intérêt qui va continuer à diminuer et ce, même si les taux montent de 300 points de bases. Pourquoi ? Parce que je dépends de taux antérieurs qui étaient plus hauts et qui à l'échéance seront négociés à des taux plus bas ». Cette tendance est également confirmée par Gert De Mesure.

Enfin, il a été démontré que les variations des taux d'intérêt long terme sont liées à des variations de l'inflation attendue. (Fama, 1976) Mr Carbonnelle et Mme Lambrighs confirment ce point et pensent qu'une hausse de l'inflation devrait avoir un impact positif sur les revenus des SIRP qui viendrait en partie compenser l'impact négatif des taux d'intérêt sur les cash-flows.

A ce propos, Mickaël Van den Hauwe, directeur financier de WDP, précise qu'« une hausse de l'inflation de 1 point de pourcentage [toute chose restant égale par ailleurs] induit une augmentation de notre bénéfice de 1,2% ». (De Rijcke, 2018)

On peut donc raisonnablement en conclure qu'une augmentation des taux d'intérêt n'aurait qu'un impact modéré sur la rentabilité des SIRP dans les prochaines années.

10 Le risque de taux d'intérêt et le risque de marché

Précédemment (cfr 9.), nous avons analysé les risques pouvant impacter le résultat et la rentabilité d'une SIRP. Ils sont bien entendu de nature à influencer son cours de bourse.

En termes de risque, il faut également tenir compte du fait que l'action SIRP est sujette aux aléas des marchés financiers, ce que nous analysons ci-dessous.

10.1 Risque de taux d'intérêt

Nous avons vu précédemment (cfr 9.6.2.) qu'une hausse des taux d'intérêt n'aurait qu'un impact modéré sur le résultat courant des SIRP du fait qu'elles se sont couvertes sur le long terme.

Par contre, comme l'indique Mr Wibaut et Mr Carbonnelle, une hausse des taux d'intérêt aura un impact sur les marchés boursiers. Dans ces circonstances, le taux des obligations s'alignera à la hausse, incitant les investisseurs institutionnels d'abord, puis les particuliers ensuite, à revoir leur allocation d'actifs et opérer un transfert (partiel) de leur portefeuille actions vers leur portefeuille obligations.

En raison de la stabilité et du niveau élevé des dividendes distribués par les REIT, l'investisseur a tendance à les assimiler dans une certaine mesure à des obligations. (Cheong, 2009)

Mr Carbonnelle confirme cette idée : « Souvent les obligations et les actions de sociétés immobilières ont été considérées comme voisines, dans la mesure où il y a une bonne visibilité sur les dividendes futurs ». Or, selon lui, les risques ne sont pas du tout les mêmes « parce que derrière une obligation il y a un risque de faillite du débiteur, derrière une action de SIR il y a un patrimoine immobilier, de la démographie, des risques réglementaires, des risques d'obsolescence technologique, etc. »

Selon Mr Carbonnelle et Hanseeuw, l'idée est plutôt que les SIRP et autres REIT ont fonctionné ces dernières années comme substituts aux obligations, offrant aux investisseurs friands de revenus récurrents un revenu plus élevé que les taux obligataires actuels. De même, en cas de remontée des taux obligataires, ils s'attendent à ce que les SIRP soient délaissées, à rendement plus ou moins égal, au profit d'un retour vers les obligations.

Qu'en dit la littérature académique ?

De nombreuses études, dont celles de Allen, Madura, et Springer (2000) et Devaney (2001) ont confirmé que le rendement des REIT est effectivement sensible aux variations de taux d'intérêt.

Néanmoins d'autres études viennent nuancer ces conclusions :

- He, Myer, et Webb (2013) ont analysé les données mensuelles de 1972 à 1998 pour le marché des Etats-Unis. Ils ont étudié la relation les equity REIT, un indice de marché (rendement mensuel sur le NYSE/ASSE/NASDAQ value weighted index) et les *US long term government bond*.

Leurs résultats montrent une corrélation négative de seulement -0.31 entre le rendement des REIT et la variation du taux des *US long term government bond*.

Ce résultat est assez proche de la corrélation négative de -0.28 entre l'indice de marché et les *US long term government bond*, ce qui laisse à penser qu'il n'y a pas vraiment de différence entre la sensibilité des REIT et celle de l'indice dans son ensemble à une variation des taux d'intérêt.

- Glascock, Lu, et So (2000) ont de plus observé une diminution de la sensibilité des US Equity REITs par rapport aux *US government bonds* pendant la nouvelle « ère des REIT », période commençant à partir de 1991.
- Falkenbach et Niskanen (2010) ont étudié la sensibilité des REIT européens (variable expliquée) à la variation de l'EMU benchmark 10 years government bonds (variable explicative) sur le marché Européen de 2006 à 2009 au moyen d'une régression linéaire simple.

Le coefficient de la variable explicative (beta 1) est de -1.98. Néanmoins, la qualité de la prédiction de cette régression (R^2) est seulement de 0.14 ce qui veut dire que seulement 14% de la variation des REIT peut s'expliquer par la variation du taux d'intérêt.

- Chaney et Hoesli (2010) ont démontré que pour le marché suisse de l'immobilier cette relation était de 13.1% avec une standard deviation de 7.8%.

- Akimov, Stevenson, et Zagonov (2015) ont mené une étude sur une série de marchés distincts et ont conclu que leur analyse n'avait pas permis d'identifier une sensibilité particulière des REIT aux taux d'intérêt comparé au marché des actions.
- Giliberto et Shulman (2017) ont étudié la sensibilité du rendement total des US REIT (MSCI equity REIT index) au taux d'intérêt sur la période de 1995 à 2016.
 - Ils obtiennent une corrélation négative de -0.178 entre le rendement des equity REIT et le *10 years US government bond price return* et une corrélation négative de -0.276 entre le rendement d'un indice de marché (S&P500) et le *10 years US government bond price return*. Ce qui vient conforter les résultats obtenus par He et al (2013) sur la période de 1972 à 1998 ainsi que l'affirmation faite par Glascock et al. (2000) indiquant une diminution de la sensibilité des REIT au taux d'intérêt à partir de 1991 (début de la nouvelle ère des REIT).
 - Ils ont également conduit une régression linéaire multiple avec comme variable expliquée (y) le rendement des equity REIT et comme variables explicatives le *10 year treasury price return* (x1) ainsi que l'*excess credit return* (x2). La qualité prédictive de cette régression (R^2) de 0.032, ce qui est extrêmement faible.
 - Ils concluent leur étude en indiquant que sur base de leurs résultats empiriques, il n'existe pas sur le long terme de règle générale permettant de déterminer l'évolution des REIT à une variation du taux d'intérêt. Ils observent néanmoins une sensibilité à court terme qui peut parfois être très élevée.

Nous en retirons les conclusions suivantes :

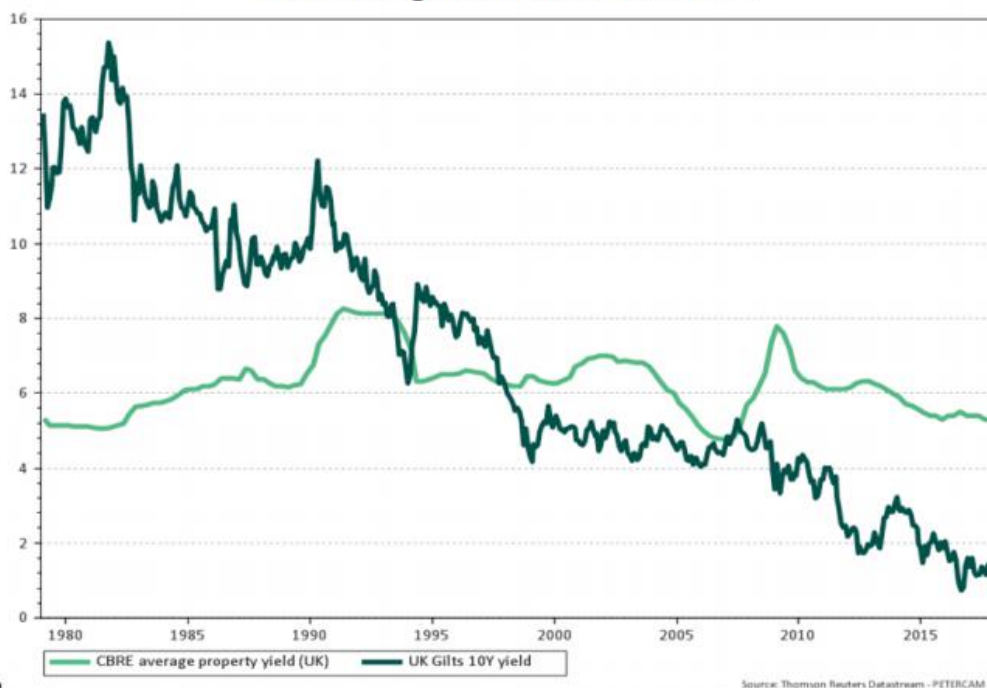
- Les actions REIT sont effectivement sensibles aux variations de taux d'intérêt. ;
- Néanmoins cette sensibilité apparaît assez réduite ;
- On peut observer une (forte) sensibilité à court terme mais sur le long terme cette sensibilité a tendance à disparaître.
- Enfin, l'exposition des REIT au risque de taux d'intérêt n'est pas supérieure ou inférieure à celui du marché des actions.

Ces conclusions sont cohérentes avec les deux graphiques présentés ci-dessous.

Le premier, graphique élaboré par MSCI, illustre que bien que le taux d'intérêt sur un bond d'Etat du Royaume-Uni de maturité de 10 ans soit passé de 16% à moins de 2% entre 1981 et

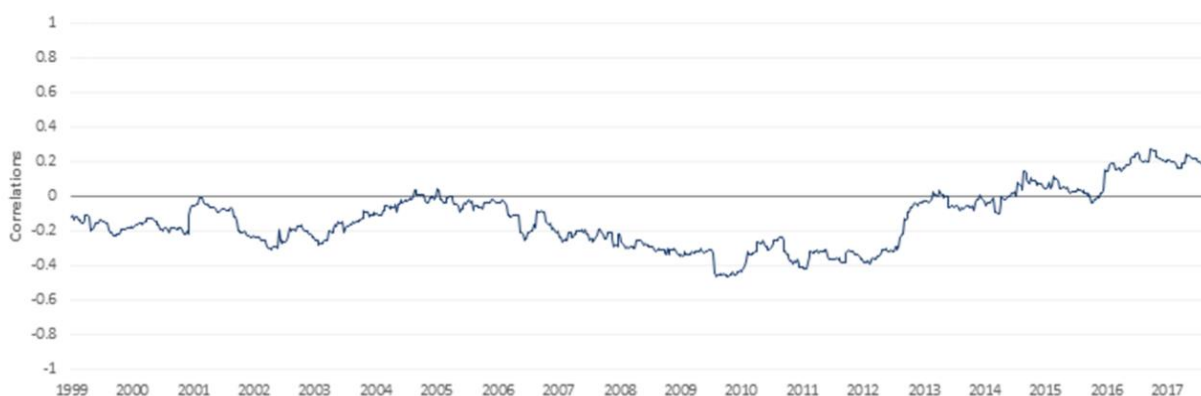
2017, le rendement de l'immobilier au Royaume-Uni est resté relativement stable en se maintenant dans une fourchette entre 3 et 7%.

Evolution du rendement du marché immobilier UK et d'une obligation d'état UK 10 ans.



Le deuxième graphique préparé par Defroof Petercam montre une corrélation (calculée avec un DCC Garch model) proche de zéro entre l'indice EPRA Europe Real Estate (ensemble de l'immobilier européen coté en bourse) et le bond d'Etat Allemand à 10 ans.

Evolution de la corrélation entre l'indice EPRA Europe Real Estate et le Bund Allemand à 10 ans



10.2 Risque de marché

Comme mentionné précédemment (cfr 9.5), le résultat courant des SIRP ne sera pas immédiatement impacté par une baisse de la conjoncture économique ni par une crise financière. Cela s'est vérifié dans les années qui ont suivi la crise de 2008 où l'on a pu observer une grande stabilité de leurs résultats courants, due essentiellement à la longueur des baux qui génèrent des revenus récurrents.

Un ralentissement économique et/ou une crise financière auront par contre un impact direct sur les marchés financiers.

En ce qui concerne les SIRP et les REIT en général, la question est de comprendre leur sensibilité par rapport à l'évolution du marché des actions.

Brounen, Ling, et Vaessen (2016), dans le cadre d'une étude plus large, ont déterminé, pour 723 REITs provenant de 10 pays différents sur la période allant de 1999 à 2015, la sensibilité du rendement des REIT par rapport au rendement du marché des actions au moyen d'un *capital asset pricing model*.

Ils concluaient que les betas de marché ainsi estimés concordaient avec la littérature existante, avec des betas moyens sur la période analysée nettement inférieurs à 1, exception faite de Hong Kong avec un beta moyen de 0.92. Sur l'ensemble de la période considérée, des betas supérieurs à 1 n'ont été observés que pendant la grande crise financière de 2007.

Panel A, Significance and distribution of market betas

	Obs	Mean beta	Std.Dev	Median	Pos and sig*	Neg and sig*
Australia	524	0.57	0.58	0.56	0.70	0.01
Canada	497	0.69	0.65	0.54	0.67	0.002
France	237	0.42	0.40	0.34	0.62	0.02
Germany	86	0.58	0.33	0.59	0.84	0.01
Hong Kong	469	0.92	0.50	0.92	0.90	0.00
Japan	693	0.73	0.49	0.62	0.83	0.003
Singapore	499	0.76	0.50	0.72	0.82	0.004
Sweden	190	0.62	0.42	0.64	0.83	0.01
UK	853	0.56	0.48	0.54	0.70	0.01
US	3,540	0.65	0.59	0.60	0.70	0.01

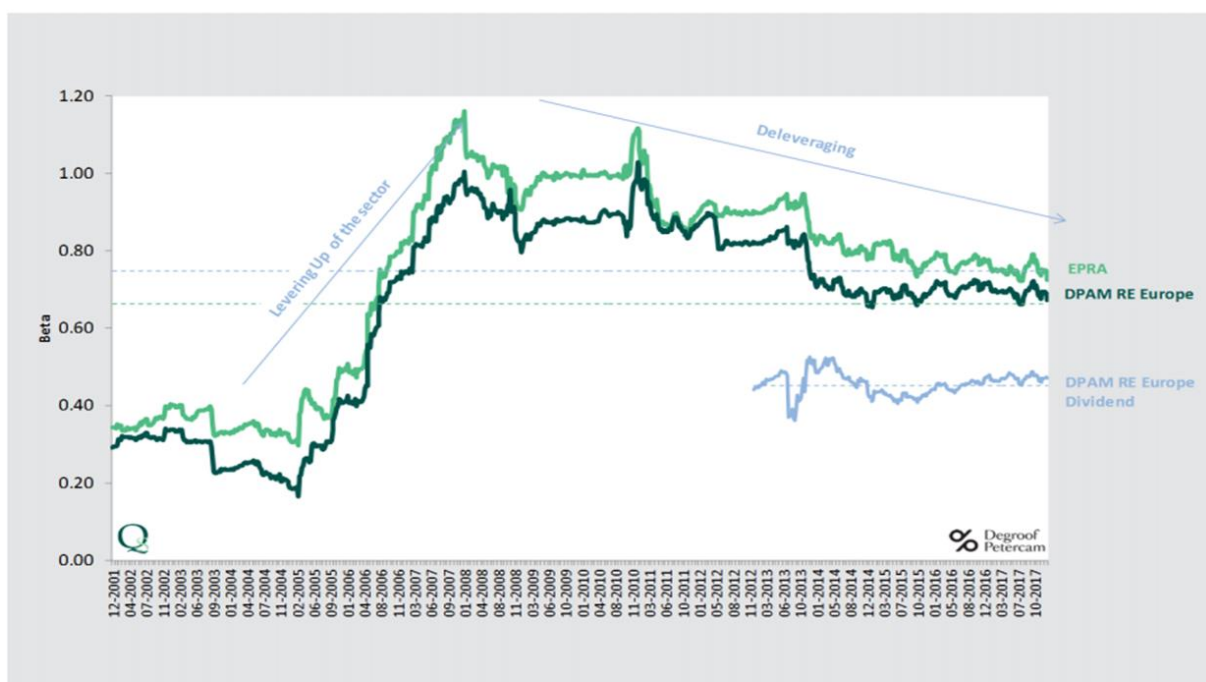
(*) : the positive and negative significant interest and market betas is the percentage of betas that are at least significant at the 10% level.

Falkenbach et Niskanen (2010) se sont concentrés sur cette période particulière (2007-2009) et ont mené une étude de sensibilité entre le rendement d'un indice des REIT européens (FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe REITs Index) et le rendement d'un indice d'actions européennes (MSCI Europe), au moyen d'une régression simple. Le beta de marché ainsi obtenu est de 0.9360 avec une qualité prédictive (R^2) de 0.5567.

On voit donc bien que la sensibilité des REIT aux variations du marché a nettement augmenté pendant la crise financière.

Le graphe ci-dessous élaboré par Degroof Petercam confirme cette forte sensibilité de l'indice EPRA Europe Real Estate (ensemble de l'immobilier coté européen) à l'indice MSCI Europe autour de la crise de 2007. Il confirme également que le beta a fortement diminué depuis lors pour revenir à un beta proche de 0.65 fin 2017.

Evolution de la sensibilité de l'indice EPRA Europe Real Estate à l'indice MSCI Europe



DPAM Quant team, 01/18

11 Particularités des SIRP

11.1 Constatation d'une sensibilité au marché inférieure aux REIT

On retrouve parmi les recherches académiques de nombreuses études portant sur le lien entre taux d'intérêt ou indice de marché avec la valeur boursière des REIT. Ces études sont menées pour toute une série de pays tels que le Japon, la Malaisie, les USA, la France, l'Allemagne, l'Australie, etc.

A notre connaissance, il n'existe par contre aucune étude comparable pour la Belgique.

La plupart des interviewés ont exprimé le sentiment que les SIRP avaient présenté une sensibilité plus faible à la variation du marché boursier en comparaison avec les REIT Européens :

- Pendant la crise de 2007, nous avons observé une chute violente de la valeur boursière de nombreuses REIT (J-E. Carbonnelle, interview, juin 2018) ;
- « Le secteur immobilier coté a perdu 60%, 70% parfois même 80%. En Autriche 85%». « D'autres marchés comme l'Espagne ont totalement disparu, faillite générale ». (V. Bruyère, interview, juillet 2018) ;
- Dans cette chute généralisée, il est apparu que le cours des REIT belges résistait mieux que celui de ses pairs. Mr. Bruyère le désigne même comme « le meilleur étudiant de la classe » pour cette période.

De façon générale et indépendamment de la crise de 2007, les interviewés concordent sur le fait que le marché Belge des REIT a tendance à être plus stable que les autres marchés REIT :

- « On observe que le marché belge est assez résilient. Il augmente moins peut être dans les reprises économiques, mais il descend beaucoup moins car il est plus protecteur ». (V. Bruyère, interview, juillet 2018)
- « Il y a moins de volatilité en Belgique que sur les marchés étrangers ». « Le beta pour la Belgique est plus faible qu'ailleurs ». (L. Hanseeuw, interview, juin 2018)

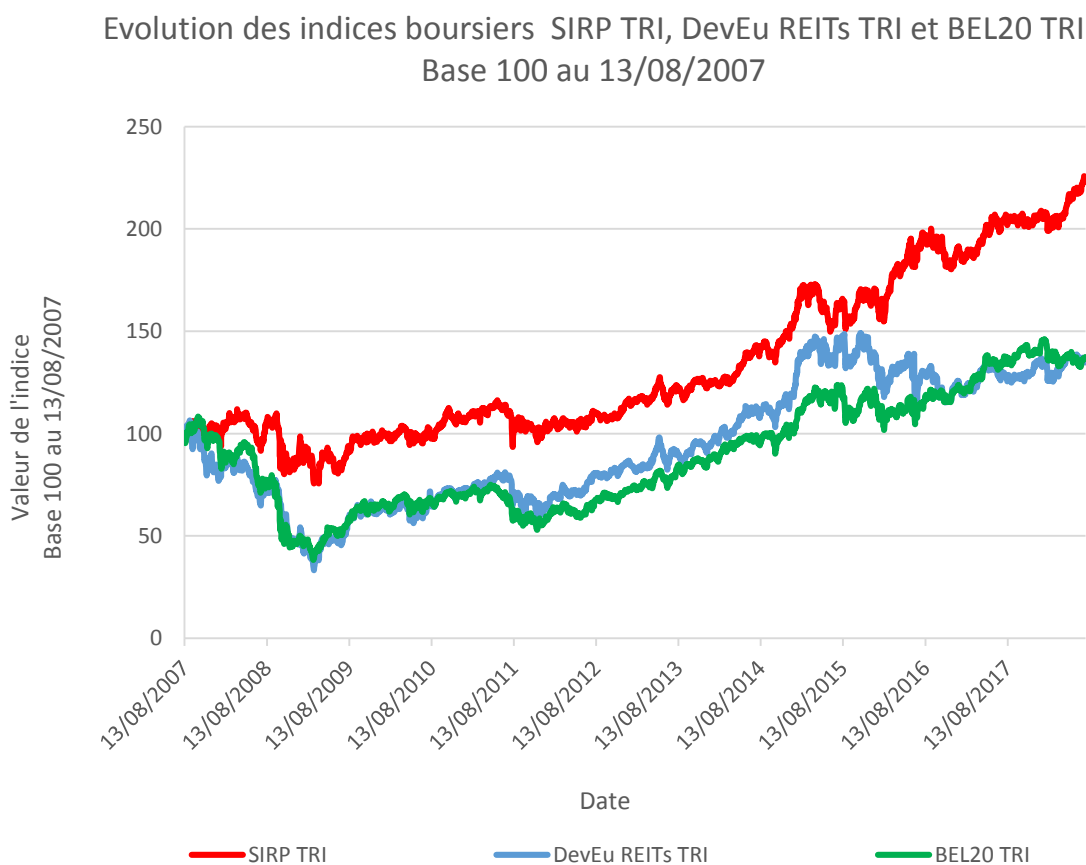
L'EPRA nous ayant ouvert l'accès à ses bases de données, nous avons effectué plusieurs études sur la période 2007-2018 visant à valider l'impression de nos interviewés.

Nous avons choisis de travailler à partir des indices suivants :

- FTSE EPRA/NAREIT Belgium/Luxembourg REIT Total Return Index (SIRP TRI), sachant que le Luxembourg n'a pas de REIT (Voir Annexe G), ce qui en fait un indice REIT purement Belge.
- FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe REITs Total Return index (DevEu REITs TRI)
- BEL20 Total Return Index (BEL20 TRI)

Un indice « total return » réintègre les dividendes distribués, ce qui permet une meilleure comparaison pour les SIRP et REIT qui distribuent de gros dividendes.

Le graphique suivant présente l'évolution de ces trois indices sur la période 2007-2018 :



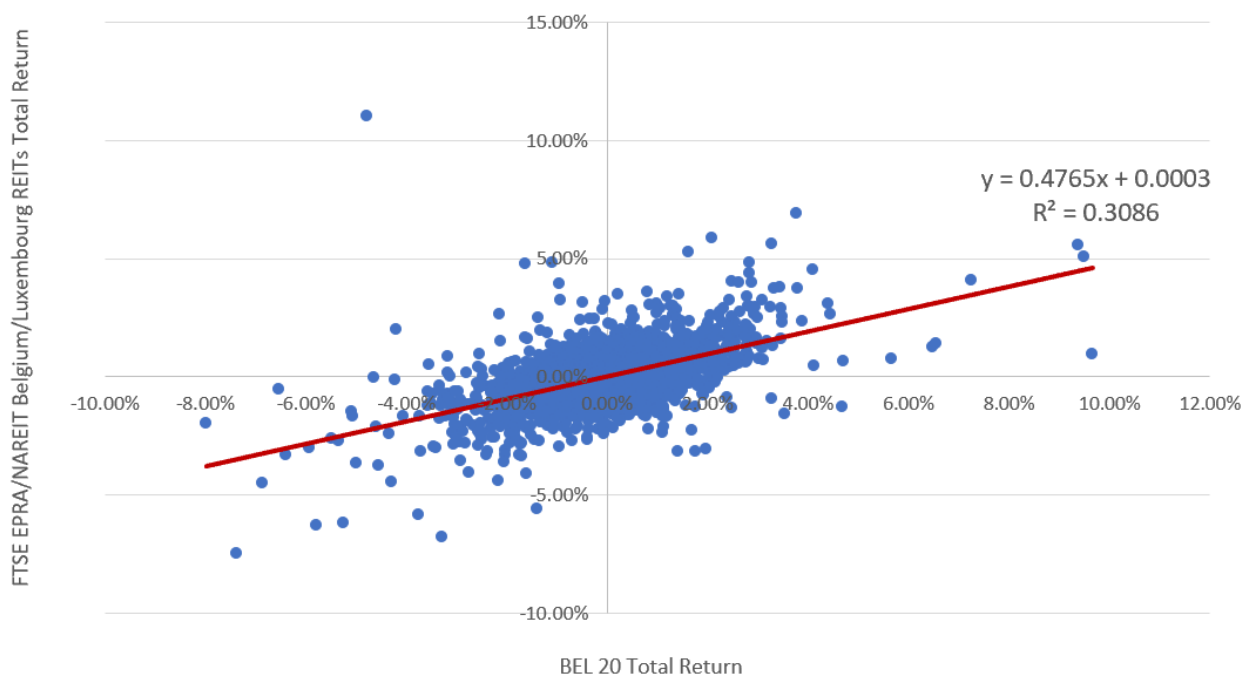
On observe en effet que les SIRP ont mieux résisté à la crise de 2007-2009 comparativement au BEL 20 et aux REIT européens.

Dans un deuxième temps, bien que le nombre d'entreprises SIRP soit assez réduit, avec le risque d'obtenir des résultats non concluants, nous avons effectué deux régressions linéaires simples afin de comparer la sensibilité des SIRP au BEL20 pour la période 2007-2018 et pour la période de crise de 2007-2009.

La régression de la variation journalière du SIRP TRI (variable expliquée) sur la variation journalière du BEL20 TRI (variable explicative) pour la période 2007-2018 génère un beta de marché de 0.4765, ce qui semble confirmer que les SIRP sont moins sensibles que les REIT qui, sur une même période, montrent des sensibilités allant de 60% à 70% (cfr Brounen, Ling, et Vaessen (2016) analysé en 10.2 du présent mémoire).

Néanmoins, comme le nombre de SIRP et la taille de l'échantillon le laissent présager, la qualité prédictive de cette régression (R^2) est de 0.3086 ce qui est assez faible. Il faut donc considérer ces résultats avec la prudence requise.

Régression du rendement de l'indice FTSE EPRA/NAREIT Belgium/Luxembourg REITs Total Return Index sur le rendement de l'indice BEL 20 Total Return Index (2007-2018)



Régression du rendement de l'indice FTSE EPRA/NAREIT Belgium/Luxembourg REITs Total Return Index sur le rendement de l'indice BEL 20 Total Return Index (2007-2018)

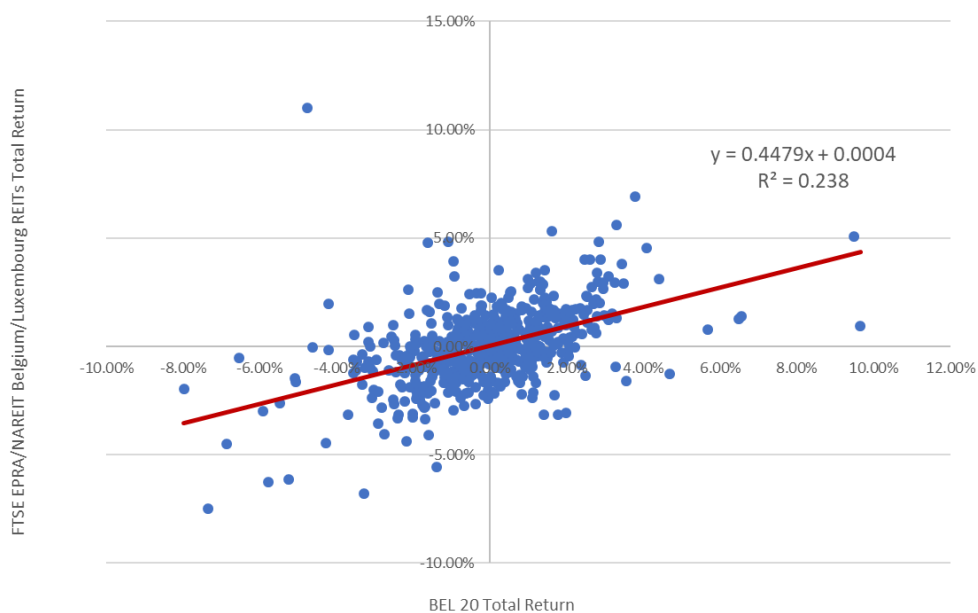
<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.555505961
R Square	0.308586873
Adjusted R Square	0.308339498
Standard Error	0.009242639
Observations	2797

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0.106564773	0.106564773	1247.445668	2.9309E-226
Residual	2795	0.238766744	8.54264E-05		
Total	2796	0.345331518			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0.000257293	0.000174783	1.472067645	0.141115198	-8.54246E-05	0.000600011
BEL 20 Total Return	0.476532761	0.013492174	35.31919688	2.93E-226	0.450077129	0.502988393

La régression de la variation journalière du SIRP TRI (variable expliquée) sur la variation journalière du BEL20 TRI (variable explicative) pour la période 2007-2009 génère un beta de marché d'une valeur de 0.4479, ce qui contre-intuitivement est proche du beta obtenu sur la période 2007-2018, mais avec une qualité prédictive (R^2) encore plus faible de 0.238. A nouveau, il faut donc considérer ces résultats avec la prudence requise.

Régression du rendement de l'indice FTSE EPRA/NAREIT Belgium/Luxembourg REITs Total Return Index sur le rendement de l'indice BEL 20 Total Return Index (2007-2009)



Régression du rendement de l'indice FTSE EPRA/NAREIT Belgium/Luxembourg REITs Total Return Index sur le rendement de l'indice BEL 20 Total Return Index (2007-2009)

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.487831284
R Square	0.237979362
Adjusted R Square	0.236726038
Standard Error	0.015014431
Observations	610

<i>ANOVA</i>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0.042804939	0.042804939	189.8786526	8.65319E-38
Residual	608	0.137063344	0.000225433		
Total	609	0.179868284			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0.00037722	0.000608165	0.620259416	0.535319415	-0.000817139	0.001571579
BEL 20 Total Return	0.447928709	0.032506546	13.77964632	8.65319E-38	0.384089968	0.51176745

11.2 Éléments de réponse

Les interviewés ont mis en avant certaines particularités du marché belge pouvant expliquer la plus faible sensibilité des SIRP au marché par rapport à leurs homologues européens.

11.2.1 Faible Liquidité des SIRP

La première explication avancée est la petite capitalisation boursière de nos SIRP comparativement aux REIT européens et mondiaux.

Sur base des informations fournies par EPRA, la plus grande SIRP, Cofinimmo a une capitalisation boursière de 2,2 milliards d'euros, soit 0.21% du *Global REIT index*. En comparaison :

- La plus grande REIT en Angleterre est Land Securities Group avec une capitalisation boursière de 9.1 milliards d'euros;
- Aux Etats-Unis, marché mature, la plus grande REIT, Simon Property Group, a une capitalisation boursière de 44.2 milliards d'euros et représente à elle seule 4.28% du *Global REIT index*. (EPRA, 2017)

Selon Mr Bruyère, cette plus faible capitalisation boursière induit une plus faible liquidité des SIRP comparativement à leurs homologues : « nous avons un marché qui est plus petit, une plus petite market cap, de plus petites entreprises, donc moins liquides, donc moins faciles à vendre ».

11.2.2 Stabilité de l'actionnariat

Comme Mr Bruyère, les différentes personnes interviewées s'accordent à dire que l'actionnariat des SIRP par rapport à d'autres marchés REIT est assez stable.

En effet, en raison de leur faible liquidité, les SIRP attirent peu d'investisseurs institutionnels de type "trader", mais plutôt ceux désireux d'investir sur le long terme tels que des fonds de pension, les compagnies d'assurances, etc.

Mr Carbonnelle estime que les SIRP ont une plus grande proportion d'investisseurs individuels que les REIT européens. Il cite l'exemple de Cofinimmo « qui est la plus grande SIR avec près de 50% d'actionnaires individuels, ce qui est beaucoup pour une société de cette taille là avec 2,2 milliards de capitalisation boursière. C'est même assez exceptionnel ». Il précise que pour les plus petites SIRP, la proportion d'investisseurs particuliers devrait être encore plus importante.

Et l'investisseur particulier n'a pas recours à l'arbitrage et au trading. Il représente donc également un actionnariat stable. (S. Lambrighs, interview, juillet 2018)

11.2.3 Stabilité du marché immobilier belge

78% des actifs immobiliers des SIRP sont localisés sur le sol belge (De Measure, 2017).

Selon Mme Lambrighs, « le marché immobilier belge est souvent qualifié d'ennuyeux au possible, c'est vraiment *boring*, ça ne monte pas, ça ne descend pas. C'est un marché qui est extrêmement stable en termes de valeur».

Cette stabilité du marché induit donc une plus grande stabilité du cours de la SIRP et les interviewés en décrivent l'origine comme suit :

- Le rôle des experts :
 - Pour rappel, la SIRP a l'obligation de comptabiliser son patrimoine immobilier à sa juste valeur.
 - En Belgique, selon Mr Bruyère, « les experts jouent avec les entreprises un rôle de modérateur de la valorisation du portefeuille, de modérateur de sa volatilité ». Ils valorisent les immeubles et déterminent non pas une valeur unique mais fournissent une fourchette de valeurs. Il s'en suit une discussion professionnelle entre l'expert et les gestionnaires de la SIRP pour déterminer quelle valeur dans la

fourchette leur semble la plus appropriée. Ce processus a tendance à polir les valorisations, contrairement, par exemple en Angleterre, où l'expert fixe une valorisation, ce qui génère une plus grande volatilité en période d'exubérance ou de crise.

– La lenteur des projets

- En Belgique, pour qu'un projet puisse être lancé, il faut qu'il obtienne toute une série d'autorisations (communes, régions, etc.) de telle sorte que certains projets prennent plus de 10 ans à prendre vie, ce qui est très lent.
- « Donc le marché a des qualités, c'est qu'il est assez stable, mais il a aussi un gros défaut, c'est qu'il n'est pas assez réactif. » (V. Bruyère, interview, juillet 2018)

– Bruxelles, capitale de l'Europe

- La position de Bruxelles comme capitale de l'Europe induit également une certaine stabilité. Ce statut a pour conséquence que beaucoup d'entreprises privées internationales, des groupes de lobbying et énormément d'institutions publiques européennes et internationales (Commission Européenne, l'OTAN, etc.) doivent avoir un pied à Bruxelles ou proche de Bruxelles et ce, même en temps de crise.
- « Les administrations, c'est l'extension perpétuelle, ça ne diminue jamais. L'Europe a passé une crise phénoménale en 2007, 2008, ils n'ont pas libéré 1 mètre carré de bureaux ». (S. Lambrighs, interview, juillet 2018)

12 Conclusion

En créant les SICAFI puis les SIRP, le législateur a mis à disposition de l'investisseur particulier un véhicule d'investissement particulièrement intéressant.

Il ressort tout d'abord de nos lectures, interviews et analyses, que d'une façon générale et dans une optique de diversification de portefeuille, l'investissement en SIRP présente tout une série d'avantages par rapport à l'univers classique des actions :

- Cet investissement est fiscalement intéressant : la SIRP est exempte d'impôt sur le revenu.
- C'est un investissement dont les risques intrinsèques sont réduits de par la présence de règles qui encadrent l'action du management : obligation de diversifier, limitation de l'endettement, etc.
- L'investisseur est garanti de bénéficier d'un revenu régulier de par l'obligation faite à la SIRP de distribuer 80% de son résultat.
- Les REIT et les SIRP, ne sont pas particulièrement sensibles sur le long terme à une variation des taux d'intérêts, même si on observe une réelle sensibilité à court terme. Ils ne semblent pas offrir une sensibilité plus élevée que les actions à une variation des taux d'intérêts. Ceci est un peu contre-intuitif par rapport à l'idée générale qui tend à les placer à mi-chemin entre actions et obligations
- Les REIT et les SIRP présentent globalement une meilleure résistance aux fluctuations de marché, avec un beta de l'ordre de 0,65 par rapport aux actions, bien qu'en période de crise intense, telle que 2007-2008, le beta ait fortement augmenté. Les SIRP semblent cependant présenter une meilleure résilience que les REIT en général.

Ensuite, dans la situation d'un particulier qui envisage un investissement en immobilier, la SIRP présente des avantages marquants par rapport à un investissement en immobilier « brique » :

- L'entrée ou la sortie d'une SIRP est rapide et les valorisations sont connues à l'avance. Un bien immeuble est relativement illiquide. Son processus d'achat ou de vente s'étale sur plusieurs mois, se révèle parfois aléatoire et les prix payés ou perçus sont parfois éloignés des estimations initiales.

- La SIRP offre, dès les premiers euros investis, une réelle diversification en immobilier. L'achat d'un bien immobilier requiert une mise de fonds importante et/ou une prise de risque importante fonction de l'importance du recours à l'endettement. Une réelle diversification ne sera possible qu'en multipliant les acquisitions de biens immobiliers, ce qui est hors de portée de la plupart des particuliers, même aisés.
- La SIRP permet d'investir dans des segments spécialisés de l'immobilier (logistique, maisons de repos, shopping centers, etc.) auxquels le particulier n'aura jamais accès.
- Le management de la SIRP s'occupe de tout et les risques (obsolescence, vide locatifs, mauvais payeurs, entretien et rénovation etc.) sont dilués dans la masse. La gestion d'un patrimoine immobilier propre est chronophage et le vide locatif est un risque réel.

Le principal défaut sans doute des SIRP par rapport à l'immobilier « brique » est qu'elles sont cotées !

- L'investisseur « brique » ne perçoit pas et ne subit pas les fluctuations de valeur quotidiennes qui caractérisent la SIRP, ni le plongeon en cas de forte secousse des marchés, qui peuvent être anxiogènes.
- L'investisseur brique a l'illusion que son investissement est plus rentable et plus résilient. Or, l'on a vu que sur le long terme un investissement en REIT ou SIRP tendait à s'aligner sur les caractéristiques de l'immobilier classique.

En conclusion, un investissement en SIRP nous semble offrir une réelle alternative au particulier désireux d'investir en immobilier « brique » pour autant qu'il s'inscrive dans le long terme de façon à pouvoir capter toutes les caractéristiques de l'immobilier « brique » et gommer la volatilité qui peut apparaître sur le court terme. D'autre part, les caractéristiques propres aux SIRP semblent en faire un bon outil de diversification dans le cadre de la gestion d'un portefeuille classique.

Cela ne dispense évidemment pas le particulier d'évaluer l'opportunité d'un tel investissement dans le cadre de sa propre stratégie et de ses propres capacités, moyens et besoins ni, le cas échéant, de procéder à une analyse au cas par cas des différentes SIRP existantes et des risques spécifiques auxquels chacune est exposée.

13 Bibliographie

- ACPR Banque de France. (2018). *Mesure transitoire sur le choc action*. En ligne <https://acpr.banque-france.fr/autoriser/procedures-secteur-assurance/solvabilite/choc-action>
- Aedifica SA. (2017). *Rapport financier annuel 2016-2017*. En ligne https://www.aedifica.be/public/uploads/files/2017/RFA_2017/AED_2017%2006_RFA_complet%20sp_FR_LD_2017%2010%2020_LVsec.pdf
- AG Real Estate . (s.d.). *Investissement direct*. En ligne <https://www.agrealestate.eu/fr/investment/direct-investment/Pages/default.aspx>
- AG Real Estate. (s.d.). *Investissement*. En ligne <https://www.agrealestate.eu/fr/investment/Pages/default.aspx>.
- Akimov, A., Stevenson, S., & Zagonov, M. (2015,). Public real estate and the term structure of interest rates: a cross-country study. *Journal of Real Estate Finance and Economics* , 51 (4), pp. 503-540. Doi: 10.1007/s11146-014-9492-x
- Allen, M.T., Madura, J. & Springer, T.M. (2000). REIT characteristics and the sensitivity of REIT returns. *The Journal of Real Estate Finance and Economics* , 21 (2), pp. 141-152. Doi : 10.1023/A:1007839809578
- AR SIR : Arrêté Royal du 13 juillet 2014 relatif aux sociétés immobilières réglementées, (2014). Moniteur belge, 16 juillet, p.53932
- Arrêté royal du 23 avril 2018 modifiant l'arrêté royal du 13 juillet 2014 relatif aux sociétés immobilières réglementées, (2018). Moniteur belge, 17 mai, p.40717
- Arrêté royal du 10 avril 1995 relatif aux Sicaf immobilières, (1995). Moniteur belge, 23 mai, p.14159
- Befimmo SA. (2018). *Rapport annuel financier 2017*. En ligne http://www.sustainabilityreports.be/sites/default/files/reports/rfa_2017_-_fr.pdf
- Brounen, D., Ling, D., & Vaessen, H. (2016). *The interest rate sensitivity of public real estate*. En ligne http://prodapp.epra.com/media/The_interest_rate_sensitivity_of_public_real_estate_1498054791221.pdf
- Care Property Invest SA. (2018). *Rapport financier annuel 2017*. En ligne <https://carepropertyinvest.be/wp-content/uploads/rapport-financier-annuel-2017-care-property-invest-16042018.pdf>
- Chaney, A., & Hoesli, M. (2010). The interest rate sensitivity of real estate. *Journal of Property Research* , 27 (1), 61-85. doi:10.1080/09599916.2010.500815

- Charls, P. (2016, 12). *EPRA letter to VP Dombrovskis on Solvency II*. En ligne http://prodapp.epra.com/media/EPRA_letter_to_VP_Dombrovskis_on_Solvency_II_-_December_2016_1484062557000.pdf
- Cheong, C., Gerlach, R., Stevenson, S., Wilson, P., & Zurbruegg, R. (2009). Equity and fixed income markets as drivers of securitised real estate. *Review of financial economics* , 18 (2), pp. 103-111. doi : 10.1016/j.rfe.2008.03.002
- CIR 92 : Code des Impôts sur les revenus du 10 avril 1992, (1992). Moniteur belge, 30 juillet, p.17120
- Cofinimmo SA. (2018). *Rapport financier annuel 2017*. En ligne <http://rapports.cofinimmo.com/3/rapport-financier-annuel-2017>
- Coulée, P. (2017, 02 09). *Une ombre plane sur les résultats de Cofinimmo*. En ligne <https://www.lecho.be/entreprises/immobilier/une-ombre-plane-sur-les-resultats-de-cofinimmo/9861108.html>
- Cullen, I., & Teuben, B. (2017, 04). *Listed and private real estate : putting the pieces back together*. En ligne <https://www.msci.com/documents/10199/a69a3fc7-0856-4855-b1db-481652c13ef7>
- De Measure, G. (2017). *GVV'S van A tot X - Beleggen in beursgenoteerd Belgisch vastgoed*. Vilvoorde, Belgique : De Measure, G.
- De Rijcke, C. (2018, 01 12). *Quid des actions immobilières si les taux explosent*. En ligne <https://www.lecho.be/dossiers/guide-actions-2018/quid-des-actions-immobilieres-si-les-taux-explosent/9970877.html>
- Derval, T., & Marquette, V. (s.d.). *Sociétés immobilières réglementées*. En ligne http://www.simontbraun.eu/images/pdf/News-generals/Societes_immobilieres_reglementees_fr.pdf
- Devaney, M. (2001). Time varying risk premia for real estate investment trusts: A GARCH-M model. *Quarterly Review of Economics and Finance* , 41, pp. 335-346. En Ligne <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:quaeco:v:41:y:2001:i:3:p:335-346>
- Directive AIFM : directive 2011/61/UE relative aux gestionnaires de fonds alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, Parlement européen et Conseil, 8 juin 2011
- Dombrovskis, V. (2017, 03 16). *Letter from Valdis Dombrovskis to EPRA*. En ligne http://prodapp.epra.com/media/Letter_from_Valdis_Dombrovskis_to_EPRA_on_Solvency_II_-_16-03_2017_1489746755387.pdf
- EPRA. (2017). *Global REIT Survey 2017*. En ligne <http://www.epra.com/application/files/9515/0366/6834/Global-REIT-Survey-complete.pdf>
- EPRA. (2017, 09 06). *Reform of EU's Solvency II rules for insurers*. En ligne EPRA: <http://www.epra.com/press-corner/press-releases/reform-eus-solvency-ii-rules-insurers>

- EPRA research & indices team. (2018, 03). *Global Real Estate Markets Table*. En ligne http://prodapp.epra.com/media/EPRA_Global_Real_Estate_Markets_Table_-_2018-Q1_1524817668071.pdf
- Epra research committee. (2017, 06). *Epra research digest*. En ligne http://prodapp.epra.com/media/EPRA_Research_Digest_June_2017_1498136615351.pdf
- Falkenbach, H., & Niskanen, J. (2010). REITs and correlations with other asset classes: A european perspective. *Journal of Real Estate Portfolio Management* , 16 (3), 227-239. En ligne <https://www.jstor.org/stable/24884576>
- Fama, E. F. (1976). Inflation Uncertainty and Expected Returns on Treasury Bills. *Journal of Political Economy*, 84 (3), 427-448. En ligne <https://www.jstor.org/stable/1829863>
- Fednot. (2018). *Sortie d'indivision* En ligne <https://www.notaire.be/acheter-louer-emprunter/la-famille-et-le-logement/sortie-d-indivision>
- Galloy, P. (2017, 03 22). *Le rendement du dividende des Sir sociales sera de 6 maximum*. En ligne <https://www.lecho.be/les-marches/actu/actions/le-rendement-du-dividende-des-sir-sociales-sera-de-6-maximum/9875205.html>
- Giliberto, M., & Shulman, D. (2017). On the interest rate sensitivity of REITs: evidence from twenty years of daily data. *Journal of Real Estate Portfolio Management* , 23 (1), pp. 7-20. doi : 10.5555/1083-5547-23.1.7
- Glascock, J.L., Lu, C. & So, R.W. (2000). Further evidence on the integration of REIT, Bond, and Stock Returns. *The Journal of Real Estate Finance and Economics* , 20, pp. 335-346. doi : 10.1023/A:1007877321475
- Grauls, E., & Mathieu, B. (2018). *Cofinimmo nomme son nouveau CFO*. En ligne sur le site de Zonebourse.com, <https://www.zonebourse.com/COFINIMMO-5977/actualite/Cofinimmo-nomme-son-nouveau-CFO-26251782/>
- Grauls, E., & Mathieu, B. (2018). *New CEO for Cofinimmo*. En ligne sur le site cofinimmo.com, https://www.cofinimmo.com/media/3329/180208_ceo_uk.pdf
- Hadjadj-Gomes, N. (2011, 02). *Solvabilité II : les conventions du modèle standard et leurs effets pervers*. En ligne <https://next-finance.net/Solvabilité-II-Les-conventions-du>
- He, L., Myer, F., & Webb, J. (2003). Interest rate sensitivities of REIT returns. *International Real Estate Review* , 6 (1), pp. 1-21. En ligne https://www.umac.mo/fba/irer/papers/past/Vol6_pdf/001-021%20US1.pdf
- Hoeli, M., & Oikarinen, E. (2012). Are REITs real estate? Evidence from international sector level data. *Journal of International Money and finance* , 30 (7), 1823-1850. doi : 10.1016/j.jimonfin.2012.05.017
- Home Invest Belgium SA. (2018). Rapport financier annuel 2017. Bruxelles.

- ING. (2015). *Shares Cofinimmo Summary*. En ligne <https://www.ing.be/static/legacy/SiteCollectionDocuments/SharesCofinimmoSummaryFR.pdf>
- Laffineur, T. (2014). *Sicafi, l'immobilier diversifié, professionnel et rentable*. En ligne <https://www.logic-immo.be/fr/nouvelles-immo/sicafi-l-immobilier-diversifie-professionnel-et-rentable-table-ronde-1545.html>
- Lechevalier Hurard, L. (s.d.). *Des locataires allemands bien protégés*. En ligne <http://base.d-p-h.info/fr/fiches/dph/fiche-dph-7683.html>
- L'écho. (2018). *Xavier Denis quitte la SIR Cofinimmo*. En ligne <https://www.lecho.be/actualite/archive/xavier-denis-quitte-la-sir-cofinimmo/10015422.html>
- Loi OPCA : Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, (2014), Moniteur belge, 17 juin, p.45353
- Loi SIR : Loi du 12 mai 2014 relative aux sociétés immobilières réglementées, (2014). Moniteur belge, 30 juin, p.48469
- Loi du 22 octobre 2017 modifiant la loi du 12 mai 2014 relative aux sociétés immobilières réglementées, (2017). Moniteur belge, 9 novembre, p.98035
- Montea SCA. (2018). *Rapport financier annuel 2017*. En ligne <http://www.montea.com/investor-relations/homepage>
- Nareit. (2018). *US REIT industry equity market cap*. En ligne <https://www.reit.com/data-research/reit-market-data/us-reit-industry-equity-market-cap>
- Petitfrère, F. (2017, 12). Une forme alternative d'investissement immobilier : les SIR. *Le CRI* n°419 , pp. 12-14.
- Projet de loi relatif aux sociétés immobilières réglementées, Exposé des motifs, Doc. Parl. Ch.repr., 27 mars 2014, n°53-3497/001
- QRF. (2018, 05 09). *Communiqué de presse résultats du premier trimestre 2018*. En ligne <https://investor.qrf.be/fr/resultats-pour-le-premier-trimestre-de-2018-0>
- QRF SCA. (2018). *Rapport financier annuel 2017*. En ligne <https://investor.qrf.be/fr/actionnaires/assemblees-generales>
- Règlement (CE) n° 1606/2002 sur l'application des normes comptables internationales, Parlement européen et Conseil, 19 juillet 2002
- Règlement (CE) n° 1126/2008 de la Commission du 3 novembre 2008 portant adoption de certaines normes comptables internationales conformément au règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil
- Retail Estates SA. (2018). *Gestion des risques*. En ligne <https://www.retailstates.com/fr/retail-estates/propos/gestion-des-risques>

- Savills World Research. (2016). *Around the world in dollars and cents*. En ligne <https://pdf.euro.savills.co.uk/global-research/around-the-world-in-dollars-and-cents-2016.pdf>
- Simonart, V., & Tilquin, T. (2013). *La réglementation des Sicafi*. Bruxelles, Belgique : Larcier.
- Simonart, V., & Tilquin, T. (2014). *Les sociétés immobilières réglementées*. Bruxelles, Belgique : Larcier.
- Van Ex, J.-B. (2014, 07 14). *Les sociétés immobilières réglementées Sir les futures Sicafi*. En ligne <https://blog.degroofpetercam.com/fr/gestion/525/les-societes-immobilieres-reglementees-sir-les-futures-sicafi>
- Van Geel, C. (2014, 08 11). *Les sicafi peuvent adopter le statut de sociétés*. En ligne <https://legalworld.wolterskluwer.be/fr/nouvelles/moniteur/les-sicafi-peuvent-adopter-le-statut-de-societes-immobilieres-reglementees/>
- Van Rompaey, S. (2018, 05 11). *H&M exige une baisse des loyers*. En ligne <https://www.retaildetail.be/fr/news/immobilier/hm-exige-une-baisse-des-loyers>
- WDP SCA. (2018, 02 02). *Communiqué de presse*. En ligne <https://www.wdp.eu/sites/default/.../WDP-communiquédepresse.pdf>
- WDP SCA, (2018). *Rapport financier annuel 2017*. En ligne <https://www.wdp.eu/fr/articles/press-release/assembl%C3%A9e-g%C3%A9n%C3%A9rale-25-avril-2018-wdp-rapport-financier-annuel-2017>