



## SICAFI : PLUSIEURS NOUVELLES VENUES ET UNE IMPORTANTE REFORME FINANCIERE ET FISCALE UN COLLOQUE D'EDITIONS & SEMINAIRES ETUDIE TOUS CES CHANGEMENTS

*Le thème des SICAFI est actuellement placé sous les feux de l'actualité puisque plusieurs nouvelles SICAFI sont en gestation, dont la fameuse Sicafi fédérale, et qu'un Arrêté Royal a modifié la réglementation comptable et financière de ces organismes de placement collectif*

Au cours d'un colloque organisé par Editions & Séminaires le 21 juin dernier et animé par Laurence de Hemptinne, plusieurs orateurs, dont le Ministre des Finances Didier Reynders, ont fait le point sur la question.



Didier Reynders, Vice-Premier Ministre et Ministre des Finances

On rappellera d'abord qu'en Belgique, le système des Sicafis (Société d'Investissement à Capital Fixe Immobilier) a été réglé par l'A.R. du 10/04/1995 afin d'encourager les investissements collectifs dans l'immobilier. Le concept est quasi identique (au taux d'endettement près) à celui des Real Estate Investment Trusts (REIT) américaines (créées en 1960) ou des Fiscale Beleggingsinstellingen (FBI) des Pays-Bas.

La Sicafi est placée sous le contrôle de la Commission Bancaire, Financière et des Assurances (CBFA) et est soumise à une réglementation spécifique dont les principales dispositions sont :

- adopter la forme d'une société anonyme ou d'une société en commandite par actions ;
- un degré d'endettement limité à 50% du total de l'actif (65% dans le nouveau régime) ;
- des règles strictes en matière de conflits d'intérêts ;
- une comptabilisation du portefeuille à la valeur de marché sans possibilité d'amortissement (modifié par la réforme) ;
- une estimation trimestrielle du patrimoine immobilier par des experts indépendants ;
- une répartition du risque: au maximum 20% du patrimoine dans un seul immeuble ;

- une exonération de l'impôt des sociétés à condition que les résultats soient distribués au moins à hauteur de 80% ;
- un précompte mobilier libératoire de 15% à retenir lors de la mise en paiement du dividende.

L'intention de toutes ces règles est de limiter le risque des actionnaires.

Actuellement les Sicafis belges sont au nombre de 10 (hors la venue prochaine de Aedifica et de la Sicafi de l'Etat belge, provisoirement baptisée par la presse Belgimmo), à savoir : Wereldhave Belgium, Intervest office, Intervest Retail, WDP, Retail Estates, Home Invest Belgium, Cofinimmo, Befimmo, Leasinvest Real Estate, Warehouse Estates Belgium.

### Multiplication par 10 en 10 ans

Comme l'a rappelé Laurence de Hemptinne, Administrateur-délégué d'Editions & Séminaires dans son introduction : « En quelques années les Sicafis sont devenues des acteurs majeurs du marché immobilier tertiaire, commercial et, dans une moindre mesure, résidentiel. Cette réalité est appuyée par des chiffres. Ceux-ci montrent qu'en 10 ans les 3 premières Sicafis belges (Cofinimmo, Befimmo, Intervest) ont multiplié leur patrimoine immobilier par 10 (valeur actuelle ± 4 milliards



Thierry Blockerye, Clifford Chance

pour un parc de ± 2 millions m<sup>2</sup>). Par ailleurs, le montant global investi par l'ensemble des Sicafis belges entre 2000 et 2006 atteint 3,5 milliards.

Cette progression pose une première question : quels sont les facteurs qui motivent les propriétaires (états, entreprises ou personnes privées) à externaliser leurs immeubles, soit par des opérations de Sale and Lease Back, soit en les plaçant dans une Sicafi ? ».

### Liquidité et externalisation

Pour Jean Paul Ducarme, European

Director chez Jones Lang LaSalle, plusieurs éléments doivent être pris en compte pour comprendre ce mouvement : « En 2005, le total des investissements mondiaux dans l'immobilier a atteint ± 380 milliards (40% réalisés en Europe). Dans ce contexte, le succès de la titrisation de l'immobilier relève d'abord de trois éléments financiers convergents :

- un accroissement des liquidités (notamment générées par les fonds de pension ou par les surplus financiers de pays à forte croissance tels la Chine) ;
- la pression exercée par les investisseurs pour acquérir de l'immobilier ;
- des taux d'intérêt bas ;

Parallèlement, on assiste à une volonté des entreprises de rester concentrées sur leur métier, davantage que sur les fonctions ancillaires ou logistiques telles celles de l'immobilier. En conséquence, à l'instar de ce qui se passe aux USA, nombre d'entreprises ou d'organisations abandonnent la stratégie acquisitive de l'immobilier au profit d'une stratégie locative.

Par ailleurs, on se rappellera qu'un rendement immobilier (± 6% par an) reste très inférieur à celui pouvant être obtenu par un investissement de l'entreprise en « core business » (± 12% par an). En ce sens, une entreprise qui



Laurence de Hempinne, Administrateur-délégué d'Editions & Séminaires: « En quelques années les Sicafis sont devenues des acteurs majeurs du marché immobilier d'entreprise. En 10 ans, les 3 premières Sicafis (Cofinmmo, Befimmo, Intervest) ont multiplié leur patrimoine immobilier par 10 pour arriver à un patrimoine de quelque 4 milliards pour un parc d'une superficie d'environ 2 millions de m<sup>2</sup> »

20). En d'autres mots, les Sicafis diversifient les portefeuilles et leurs évolutions sont surtout liées aux taux à long terme.

Une autre interrogation porte sur les rapports entre taille de la Sicafi (p.ex. : > 1 milliard) et performance ou encore entre sa vélocité (ou liquidité soit le nombre de titres échangés par jour ou par an/ nombre total de titres).

Pour les Sicafis belges, ce taux de vélocité fluctue entre 7 et 40% par an) et cette même performance. Pour les deux points la réponse est claire : il n'existe aucune corrélation systématique entre taille, vélocité et performance.

Ainsi au cours des trois dernières années, la petite Sicafi Warehouse Estates a surperformé avec un return de 54% malgré un faible taux annuel de vélocité : 6,64% !

En conclusion et en réponse à la contradiction apparente entre Sicafi et patrimoine sous-jacent, nous précisons différents points :

- il existe une logique financière pour la Sicafi et une logique immobilière pour le patrimoine, la différence entre les deux sera corrigée au moment où les marchés financiers sur-réagiront ;
- les Sicafis sont des valeurs atypiques mais d'excellents produits, présentant une vraie valeur de rendement, notamment parce qu'elles reposent sur une excellente capacité de gestion/communication de leurs managers ».

## Aspects fiscaux

Outre leurs performances, l'attrait des Sicafis réside aussi dans un statut fiscal

transparent et avantageux (régime exorbitant du droit commun). Ce régime fiscal belge est notamment analysé très en détails par Thierry Blockerye, Avocat Partner chez Clifford Chance et résumé sommairement par le bilan ci-dessous :

## Réforme du régime Sicafi

Comme indiqué ci-dessus, la réforme du régime Sicafi va être modifiée par plusieurs arrêtés royaux dont le premier sera publié au Moniteur d'ici quelques jours.

Ce texte qui modifie l'Arrêté royal du 10 juin 1995 constitue un changement substantiel de leur réglementation. Comme l'explique Michel Pleeck, Head of Real Estate chez ING Corporate Finance : « Cette modification porte principalement sur les aspects comptables des Sicafis dans le cadre du passage aux normes IAS/IFRS. Plus globalement, les objectifs poursuivis par cette réforme portaient sur les points suivants :

- valoriser les immeubles de placement à l'actif des bilans des Sicafis en valeur vénale plutôt qu'en valeur acte en mains ;
- établir des normes de place pour les pourcentages de droits d'enregistrement effectivement prélevés en Belgique sur les transferts de propriété immobilière, catégorie de biens par catégorie de biens et/ou pour le secteur immobilier global en Belgique ;
- permettre la présentation dans la communication financière des Sicafis de la valeur intrinsèque par action :
  - en valeur vénale ;
  - en valeur de reconstitution ;
  - promouvoir la référence à la valeur intrinsèque de reconstitution pour les



Stefaan Gielens, CEO d'Aedifica : « Aedifica est composé de biens résidentiels à concurrence de plus de 60 % ».

se défit de son immobilier ne diminue donc pas sa valeur. Au contraire, la vente d'immeubles à des investisseurs peut donc être considérée, aujourd'hui, comme une opération win/win. Toutefois, convient-il encore de nourrir la liquidité par la mise en vente de biens immobiliers.

C'est ce que fera notamment l'Etat belge via la création de la Sicafi « Belgimmo » et la mise sur le marché d'un ensemble d'immeubles d'une valeur

globale estimée à environ 600 millions. Par ailleurs, d'autres débouchés existent. Environ 67% des entreprises belges sont propriétaires de leurs murs (contre 24% aux USA). Une externalisation de cette réserve immobilière contribuera à alimenter la liquidité ».

## Quelle attractivité ?

On s'interrogera également sur une apparente contradiction qui montre, d'une part, le succès des Sicafis, alors que, d'autre part, le contexte général de l'immobilier de bureau est plus que morose mais que ce dernier constitue cependant le patrimoine sous-jacent de la Sicafi.

Pour Pol Tansens, Head of Strategy and Property Research chez Fortis Banque, cette interrogation peut être liée à la question plus générale de l'attractivité des Sicafis : « L'immobilier est un produit longue durée. Cette vérité s'applique autant à la brique sensu stricto qu'aux titres (actions) qui la représentent. Acheter des Sicafis pour les revendre trois mois plus tard relève de l'ineptie. L'analyse de leurs performances sur le long terme (10 ans) montre par contre de très bons résultats (100 en 1996 > 275 2006, soit un rendement annuel de 10 à 12%). La question qui



Pol Tansens, Head of Strategy and Property Research chez Fortis Banque: « Il n'existe aucune corrélation systématique entre taille, vélocité et performance. Ainsi, au cours des trois dernières années, la petite Sicafi Warehouse Estates a surperformé avec un return de 54%, malgré un faible taux annuel de vélocité : 6,64% ! »

se pose est de savoir si les Sicafis vont continuer à « surperformer ». A ce niveau, il importe de remarquer que les Sicafis (ou leurs homologues étrangers), ne se comportent pas comme des valeurs normales et ne sont que partiellement corrélées (à hauteur de ± 40%) aux indices généraux (p.ex. : Bel

POINTS POSITIFS	POINTS NEGATIFS
Soumission à l'I.Soc, ce qui permet l'application des conventions préventives de double imposition	Points fiscaux de principe non résolus
Clarification du montant imposable à l'exit-tax	Pas de consolidation pour les filiales belges
Possibilité d'exemption de droits d'enregistrement	Taxation du coupon de liquidations des certificats immobiliers
Combinaisons possibles avec des REITS étrangers	Taxation des dividendes : <ul style="list-style-type: none"> <li>-précompte mobilier quasiment inévitable ;</li> <li>- traitement dans le chef des actionnaires-sociétés.</li> </ul>

opérations en capital, afin de protéger l'intérêt de l'actionnaire existant.

## Points clefs du nouvel arrêté royal

Dans son contenu, le nouvel Arrêté prévoit :

- modification du mode de calcul du taux d'endettement ;
- relèvement du taux d'endettement de 50 à 65% ;
- modification de l'obligation minimale de distribution au niveau de son mode de calcul ;
- modification apportée aux exigences de répartition des risques ;
- nouveau plan comptable.

Ces modifications auront pour effet de :

- rendre applicables les normes comptables IFRS aux comptes consolidés des Sicafis à partir du 01/01/05 ;
- rendre comparable l'information



Michel Pleeck, Head of Real Estate chez ING Corporate Finance : « L'importante réforme qui entrera en vigueur dès la publication de l'arrêté royal au Moniteur porte principalement sur les aspects comptables des Sicafis dans le cadre du passage aux normes IAS/IFRS. »

financière diffusée par les Sicafis qui établissent des comptes bilan et compte de résultats consolidés et celles qui se limitent à des comptes statutaires : faculté pour ces dernières d'anticiper de 2 ans (du 01/01/07 au 01/01/05) la mise en application aux normes IFRS. »

## Aedifica : nouvelle sicafi sans... énigme !

Nouvelle venue sur le marché des Sicafis Aedifica (initialement baptisée « Enigma ») est une Sicafi résidentielle, constituée en novembre dernier à l'initiative de la Banque Degroof et de GVA Finance et agréée le 8 décembre 2005 par la CBFA. Son introduction en bourse est prévue après l'été 2006.

Dans les grandes lignes et comme l'explique son C.E.O., Stefaan Gielens : « Aedifica est essentiellement composée de biens résidentiels (à concurrence de plus de 60 % tels les appartements, les meublés et les maisons de repos (30.000 m<sup>2</sup> répartis entre 288 appartements dont 182 meublés. Toutefois, une partie non négligeable de la Sicafi porte sur des surfaces non résidentielles (bureaux, commerces, hôtels (20.500 m<sup>2</sup>). A noter que la grande majorité de ces biens (82%) sont situés à Bruxelles et le solde (18%) en Flandre et que leur valeur d'investissement à ce jour - est de 112,6 millions. Après l'été 2006, les prévisions liées à la stratégie d'investissement permettra de disposer d'un parc total de ± 102.000 m<sup>2</sup> représentant une valeur globale de ± 200 millions. La part des biens bruxellois renforcera sa majorité (87%) tandis que le reste se répartira entre Flandre (10%) et Wallonie (3%).

Dans sa stratégie de développement, Aedifica poursuivra un objectif double :

- Optimisation du rendement : poursuite d'acquisition d'appartements

meublés, projets d'immeubles neufs résidentiels et non-résidentiels ;

- Stabilisation des revenus : location d'immeubles à long terme, création d'une marque symbole de service et de qualité : locataire = client. »

## Belgimmo : exemple de partenariat public-privé (PPP)

Soumis aux mêmes logiques d'évolutions financières et immobilières que les entreprises, l'Etat belge a déjà mis en place des procédures de construction de bâtiments faisant appel à un principe d'externalisation. Il en est ainsi du Palais de Justice d'Anvers (construit selon une formule PPP par la s.a. Justinvest, regroupant l'entreprise Interbuild et les banques KBC et Dexia) dont l'Etat est le locataire. Le même procédé sera appliqué pour la construction du nouveau Palais de Justice de Gand.

Pour Didier Reynders, Ministre des Finances : « La mise en œuvre de la Sicafi Belgimmo (dont l'Etat détiendra 10% du capital (\*) s'inscrit dans une opération de collaboration entre l'Etat et le privé via la Régie des Bâtiments, visant à :

- assurer une gestion durable et rationnelle des immeubles ;
- poursuivre une stratégie consistant à passer du statut de propriétaire à celui de locataire afin de permettre une ré-allocation efficace des ressources budgétaires de l'Etat (l'objectif financier de Belgimmo est de 565 millions) ;
- externaliser les budgets liés aux programmes de rénovation lourde des immeubles ;
- optimiser l'environnement de travail des occupants des différents SPF ;
- transférer le risque du propriétaire vers la Sicafi.



Jean Paul Ducarme, European Director chez Jones Lang LaSalle : « On assiste à une volonté des entreprises de rester concentrées sur leur métier, d'avantage que sur les fonctions ancillaires ou logistiques telles celles de l'immobilier. En conséquence, à l'instar de ce qui se passe aux USA, nombre d'entreprises ou d'organisations abandonnent la stratégie acquisitive de l'immobilier au profit d'une stratégie locative. »

Par ailleurs et fort logiquement, les bâtiments transférés dans la Sicafi seront du type tertiaire et concerneront des centres administratifs sélectionnés dans le portefeuille de l'Etat, ainsi qu'une grande partie des immeubles propriété de la Sopima. A l'heure actuelle, aucun immeuble spécifique (prisons, monuments historiques,...) n'est concerné par l'opération. Toutefois, certains services (p.ex. : service hôtelier des prisons) pourraient dans un avenir plus ou moins proche - faire l'objet d'un transfert vers le privé. D'autres, gravitant autour de la sécurité de ces mêmes prisons ne pourraient évidemment l'être, tant il est vrai que ces établissements hébergent des « clients » particulièrement captifs ! »

Pour ce qui concerne les biens fédéraux entrant dans la sicafi Belgimmo, on retiendra notamment, à titre d'exemple,

l'immeuble de l'Avenue des Arts 38, le SPF de Courtrai, le Centre des Finances de Vilvoorde, les Centres Administratifs et Financiers de Ninove, Namur, Marche-en-Famenne, etc. On ajoutera que le principe de la sicafi ne sera pas réservé à l'Etat Fédéral mais pourra également concerner les biens d'autres niveaux de pouvoirs (p.ex. : Régions).

Th. Laffineur

(\*) A noter que si les conseillers externes sont connus : Banque Degroof + Fortis pour la finance, Nauta Dutilh pour le conseil juridique et DTZ Winssinger Tie Leung comme conseiller immobilier. Le choix du partenaire immobilier (qui constituera la Sicafi avec l'Etat) ne sera décidé que fin septembre 2006. Les candidats actuels étant : Axa, Belgimmo, Cofinimmo et IVG.

## Succès de foule pour les SICAFI...

Plus de 200 personnes ont assisté au colloque organisé par Editions & Séminaires sur le thème des Sicafs immobilières résumé dans les pages précédentes. Ce séminaire, animé par Laurence de Hemptinne, accueillait comme orateurs le Ministre des Finances, M. Didier Reynders ainsi que MM. Jean-Paul Ducarme de Jones Lang LaSalle, Michel Pleeck de ING Belgium, Pol Tansens de Fortis Banque, Thierry Blockerye de Clifford Chance et Stefaan Gielens d'Aedifica.



Vue des orateurs du séminaire



Laurence de Hemptinne, Editions & Séminaires et Didier Reynders, Vice-Premier Ministre et Ministre des Finances



Stéphanie de Hemptinne, Editions & Séminaires



Luc Delosse, ING Real Estate



Benoit De Block, Belimmo et Alan Devos, Fortis Real Estate



Jean-Paul van der Rest, Office des Propriétaires et Alexandre Grosjean, Galeries Royales Saint-Hubert



Laurent Vander Borgh, Aedifica et Cédric Georges, Floot, Catala Property Group



Laurence de Hemptinne, Editions & Séminaires et Michel Pleeck, ING Belgium



Laurent Carier, Belimmo et Jean-Louis Duplat, Aedifica



Miguel Steppo, ING Belgium et Xavier Merlens, Home Invest Belgium



Charles Dubour, Tractebel Development Engineering, Frédéric Loriaux, CIT Blaton et Pierre Isartby, Foruminvest



Philippe Janssens, Stadim et le député bruxellois Olivier de Cippelle



L. Vrijdighs, Cabinet de D. Reynders, F. Van de Palle, DTZ WTL, D. De Vlegher, Nauta Duthé et D. Reynders, Vice-Premier Ministre et Ministre des Finances



Alexander Mertens, Eurohypp et Isabelli Straet, ING Belgium



Pierre Goblet, S.D.R.B., Louis de Halleux, Fortis Real Estate et Thierry Blockerye, Clifford Chance



Sebastien Schri, Aberdeen Property Investors Belgium et Laurent Jacquemart, Deloitte Corporate Services



Stefaan Gielens, Aedifica et Louis Piret, Hôtel Central



Jean-Edouard Carbonnelle, Cofimmo, Vincent Miray, GVA Grimley et Benoit De Block, Belimmo



Laure le Herdy de Bouzou, Aedifica et Jean-Paul Ducarme, Jones Lang LaSalle



Didier Shyers d'Atthoven, Fortis Banque et Bruno De Wolf, Aberdeen Property Investors Belgium



Patrick Moutermans, ING Real Estate Investment Mgt Belgium, Marc Coppeters, Home Invest Belgium et Paul Ressaert, Wirschhave Belgium



Laurent de Spirit, L'Intégrale et Etienne Naveau, ING Belgium



Laurence de Hemptinne, Editions & Séminaires et Christian Torfidoen, Banimmo Real Estate



Bornd Valtken, ING Real Estate Belgium et Thierry Buskenhout, Galeries Royales Saint-Hubert



Jean-Pierre Szekera, Cefim et M. André Schmidt, Progers



Jean Vandezande, Knight Frank et Quentin Lemaire, Exa Real Estate Belgium



Marc De Herlogh, ING Belgium et Didier Grigois, CMS De Becker



Thierry Buskenhout, Galeries Royales Saint-Hubert et Vincent Pyscaert, Compagnie de Promotion



Dominique Lechien et Philippe Lion, Baker & McKenzie



Etienne Halpoum, Halpoum & Kadiner, Pierre Isartby, Foruminvest



Tom Vandekerckhove et Henri Van Zeeven, Indimmo



Nicolas Coppens, Jones Lang LaSalle, Laurent de Spirit, L'Intégrale et Guillaume Botmans, Am Stones