

SCPI: chronique d'une performance compliquée...

A l'heure où la performance des SCPI se retrouve systématiquement mise en vitrine, il devient essentiel d'en décrypter les véritables ressorts. Derrière les taux affichés et les prix décernés se cachent des réalités techniques, parfois mal comprises ou volontairement simplifiées. Plutôt que de céder aux effets d'annonce, encore faut-il savoir de quoi l'on parle.

Chaque année, la saison des marronniers voit l'apparition de nouveaux acteurs qui multiplient les récompenses comme Jésus les pains (il y a déjà quelque temps pour ceux qui ont suivi). Tout devient performance: la collecte, la capitalisation, l'ESG, le service client, le rapport annuel et j'en passe. Tout devient prétexte à la remise d'un diplôme fraîchement imprimé suivi d'une photo devant un décor, trop souvent, nettement moins frais.

Doit-on s'en plaindre? Evidemment, non! Tous ces prix contribuent à la notoriété d'un produit et mettent sur le devant de la scène des métiers parfois trop dans l'ombre au regard de leurs contributions au succès de certains.

Mais s'il est bien un sujet qui revient régulièrement sur le devant de la scène dans le monde de la gestion de patrimoine, c'est le calcul des performances des SCPI.

Mais quand on parle de performances de quoi parle-t-on, au juste? Quels seraient les critères à suivre? Et que faut-il en penser?

● Le célèbre taux de distribution

Les SCPI ont pour objet social l'acquisition et la gestion d'un patrimoine destiné à la location avec l'obligation de détenir des immeubles au moins cinq ans. Cette contrainte, qui s'ajoute à la longue litanie de frais et coûts à l'entrée (commission de souscription, droits de mutation élevés) et à un régime fiscal transparent sur les revenus locatifs (TMI + CSG - RDS) en fait une solution d'épargne structurellement distributive.

Dans ces conditions, le taux de distribution (somme des dividendes brute de fiscalité sur une année civile rapportée au prix de souscription au 1^{er} janvier) reste le critère

Les SCPI ont pour objet social l'acquisition et la gestion d'un patrimoine destiné à la location avec l'obligation de détenir des immeubles au moins cinq ans.



David Seksig,
cofondateur de Remake AM.

incontournable en matière de performance financière. C'eût été plus simple d'appeler cela taux de rendement, mais non... Attention, il y a une petite subtilité. Quand une SCPI perçoit des loyers à l'étranger, un impôt à la source est prélevé localement. Au moment de la déclaration en France, cet impôt étranger ouvre droit, le plus souvent, à un crédit imputable sur l'impôt sur le revenu, ce qui évite toute double imposition. Petite cerise sur le gâteau, les prélèvements sociaux ne s'appliquent pas sur les revenus fonciers étrangers, ce qui rend la fiscalité plus douce.

Pour rendre les rendements comparables entre loyers français (encore bruts d'impôt) et loyers étrangers (déjà ponctionnés), on réintègre l'impôt étranger dans le calcul. C'est pourquoi l'on parle d'un taux de distribution « brut de fiscalité ». Afin de rajouter de la complexité à la complexité, certains acteurs en mal d'exister se sont affranchis dernièrement de ces règles de calculs élémentaires en annualisant quelques mois de distributions (les pains: le retour). L'AMF a dû siffler la fin de la récréation et faire rentrer dans le rang les dissipés. Mais aucun doute, ce type de comportement devrait se reproduire avec dix-neuf nouvelles SCPI créées en 2024, la concurrence est rude.

● La puissance du délai de jouissance

L'immobilier est un actif au long cours : droits de mutations qu'on met plusieurs années à rattraper, fiscalité dégressive selon la période de détention, transactions réalisées en six mois en France, etc.

Afin d'éviter de partager les loyers des anciens associés avec les nouveaux, un délai de jouissance a été mis en place. Il s'agit d'une période de carence qui ne donne pas droit à dividendes aux nouveaux associés, en donnant le temps nécessaire au gérant pour investir les fonds collectés. Cette période oscille entre trois et six mois selon les SCPI. S'il faut jusqu'à six mois pour investir en France, c'est somme toute assez logique de faire porter ce délai sur les nouveaux entrants dans le cadre d'une SCPI investie en France. Mais qu'advient-il si le délai effectif d'investissement est inférieur à ce délai de jouissance ? Il devient un formidable accélérateur de performance, temporaire. D'autant plus sur les véhicules jeunes qui collectent beaucoup en proportion de leur capitalisation.

Prenons l'exemple d'une SCPI qui délivrerait 6,30 % de taux de distribution (frais de gestion de 10 % et rendement moyen des actifs de 7 %) et imaginons l'impact sur le taux de distribution de la collecte et du délai de jouissance :

Avec une capitalisation qui double (+100 %), investie au 1^{er} janvier et six mois de délai de jouissance, le taux de distribution de la SCPI passe de 6,30 à 8,40 %.

Bien sûr, il s'agit d'exemples difficilement reproductibles dans un fonds ouvert, mais cela permet de toucher du doigt l'effet de levier de ce type de dispositif, s'il est optimisé par le gérant. Certains pays d'Europe permettent de finaliser des transactions en deux mois, contre six mois en France. Ce gain de temps profite aux associés de la SCPI, qui voient leurs dividendes se relouer.

A ceux que j'entends déjà pousser des cris d'orfraies, je rappellerai simplement qu'aucun système n'est parfait lorsqu'il s'agit de non-coté et que c'est certainement la moins mauvaise des solutions pour protéger les associés des augmentations de capital en l'absence de commissions d'égalisation.

● Les discrets RAN (report à nouveau) et TOF (taux d'occupation financier)

Alimenté par les loyers et donc soutenu par le taux d'occupation financier, le report à nouveau est souvent mis en avant par les différents commentateurs pour juger de la capacité d'une SCPI à affronter les crises et à soutenir sa performance dans le temps. Pour mémoire, le RAN est constitué du résultat comptable non distribué des années précédentes. Autrement dit : il s'agit d'un compte de réserve distribuable. Si l'utilité de cette réserve n'est pas discutable, il convient toutefois de modérer l'importance de ce critère de performance. La SCPI étant un animal fiscalisé aux revenus fonciers, les réserves non distribuées sont soumises à l'impôt, mais non perçues par l'associé. Dans ces conditions, dépasser trois mois de dividendes non distribués n'a pas grand sens.

Le TOF est un bon indicateur de la santé locative d'une SCPI. C'est le rapport entre les loyers facturés et les loyers potentiellement facturables. S'il faut s'interroger quand il passe en dessous de 90 %, il ne faut pas non plus imaginer que

le potentiel de performance supplémentaire de la SCPI est linéaire. Les surfaces vacantes ne sont pas nécessairement louables au loyer moyen de la SCPI. Bien souvent c'est inférieur, dans la mesure où les surfaces vacantes peuvent être les plus compliquées à relouer. Là aussi, il s'agit d'une idée reçue dont il faut se débarrasser.

● Le mythe de la part sous-cotée

Les SCPI disposent d'un plan comptable spécifique. Elles n'ont pas de valeur liquidative, comme les OPC, mais sont achetées sur la base d'un prix administré par la société de gestion. Ce prix peut se situer dans un corridor de +/- 10 % de la valeur d'expertise des immeubles augmentée de l'ensemble des frais qu'il faudrait mobiliser pour reconstituer le portefeuille à l'identique : la valeur de reconstitution. Ce mécanisme avait été mis en place pour permettre au portefeuille d'absorber des aléas limités de marché. L'immobilier n'étant pas une classe d'actif liquide, cette méthode, très éloignée de la valeur liquidative, reste totalement entendable.

L'écart entre le prix de souscription et la valeur de reconstitution devient incontournable en gestion, mais aussi en commercialisation. Et c'est peut-être là que le bât blesse. Ce qui était un outil au service de la SCPI est devenu une arme pour collecter. Les phénomènes de sous-cote (prix de souscription < valeur de reconstitution) ont été survenus comme étant le signe d'une probable revalorisation du patrimoine.

Outre le fait qu'une situation de décote dilue la valeur des parts des anciens associés, il s'agit surtout de promesses qui n'engagent que ceux qui les croient... Quel intérêt pour le gérant d'augmenter son prix si la distribution n'augmente pas dans les mêmes proportions ? Quel intérêt de baisser facialement son taux de distribution ? L'amplitude du corridor pourrait être revue pour passer de 20 à 10 % afin de limiter ces comportements.

● Quelle valeur verte ?

Le Label ISR (investissement socialement responsable) a été étendu aux fonds immobiliers en 2020. Ce label, attaché à un fonds et non au gérant, implique de respecter des critères ESG (environnemental, social, gouvernance). Le référentiel impose de définir des objectifs et des actions, d'impliquer les tiers, de communiquer et de mesurer les résultats. Avant même sa mise en place, des débats existaient sur la notion de valeur verte. L'idée était de dire que les immeubles les plus vertueux verraient leur valeur augmenter.

Conscient d'être à contre-courant, je dois bien avouer que je n'y crois pas. Lorsque les normes s'imposent à tous, elles deviennent une contrainte. Et si cette contrainte devient une pratique de marché, alors, elle fait partie de la valeur. Les immeubles qui respectent les normes précédentes ont-ils vu leur valeur s'apprécier ? Ne serait-ce pas plutôt les autres qui ont vu la leur baisser ?

La surenchère normative que nous connaissons a le résultat inverse que celui escompté. De plus en plus de fonds renoncent à obtenir la labélisation et proposent des process ESG non labellisés, plus lisibles, avec un fort impact. Choisir un fonds plutôt qu'un autre sur la base de ce critère ♦♦♦

L'écart entre le prix de souscription et la valeur de reconstitution devient incontournable en gestion, mais aussi en commercialisation. Et c'est peut-être là que le bât blesse. Ce qui était un outil au service de la SCPI est devenu une arme pour collecter.

demande une forte sensibilité à ces sujets et il faut reconnaître que se limiter à un fonds labellisé suffira à rassurer 90 % des prospects.

● Le combat des structures de frais

En 2019, un pavé est lancé dans la mare bien propre du marché des SCPI. Une première SCPI sans commission de souscription est lancée. Certains ont affirmé avoir déjà eu l'idée en se rasant le matin, d'autres que ce n'était pas possible, la plupart regardant d'un œil suspect cet Ovni.

Il faut dire que si le modèle a aujourd'hui trouvé sa place et représente 20 % du marché de la collecte en 2024, cela n'avait rien d'une évidence.

Les SCPI ont une structure de frais qui date des années 1960, avec une commission de souscription de 10 % en moyenne du prix de la souscription et des commissions de gestion de 10 % des loyers perçus, un peu à l'image de l'investissement locatif en direct. En basculant la commission de souscription vers une commission d'investissement (liée non plus à l'acte de lever des fonds, mais à celui d'investir) et d'une commission de gestion plus élevée que la moyenne des SCPI, ces nouveaux entrants changeaient la donne.

Il s'agissait davantage d'aller chercher de nouvelles typologies d'investisseurs, plus jeunes, plus sensibles aux frais d'entrée, tout en donnant les moyens à la société de gestion de rémunérer le CGP pour son conseil à son client tout au long de l'investissement, en phase me semble-t-il, avec l'esprit de la réglementation MiFID II.

Si ce dernier modèle de frais me semble une évidence dans les fonds ouverts, je serais plus pondéré dans le cas de fonds fermés, qui nécessitent une plus forte mobilisation sur une courte période et pour lequel le suivi du client dans la durée est moindre, puisque le fonds illiquide. C'est pourquoi opposer des structures en réalité complémentaires ne me semble pas constructif.

● Le juge de paix : le TRI (taux de rendement interne)

Si le taux de distribution est l'indicateur le plus suivi, sur le long terme le TRI est incontestable. Le taux de rendement interne vise à annualiser le taux d'un placement sur une

Au-delà des immeubles ou des zones géographiques, la vraie valeur réside dans le talent de celles et ceux qui gèrent l'épargne : leur historique, leur sang-froid en période de crise, leur lecture du marché, la solidité de leur société de gestion et sa transparence. A l'heure où l'IA déverse des flots d'informations, la différence se jouera dans la qualité des prises de décisions.

période de détention en tenant compte de l'ensemble des flux perçus par l'investisseur. C'est-à-dire que pour calculer la performance financière on ajoutera aux dividendes les variations sur le capital.

On a vu plus avant que le prix de part pouvait être une arme pour soutenir facialement le taux de distribution. Par exemple, baisser le prix de souscription entraîne mécaniquement une hausse du taux de distribution alors que le TRI baisse. C'est pourquoi ces critères sont dépendants l'un de l'autre. On notera toutefois que les SCPI avec commission de souscription voient logiquement leur TRI lourdement pénalisé les premières années.

● Quelles leçons tirer de la situation actuelle ?

La violente remontée des taux entamée en 2022 a balayé la hiérarchie des placements et a emmené avec elle un certain nombre de SCPI qui ont dû faire face à des demandes de retraits sans précédent. La correction des prix et la baisse de la compétitivité des SCPI par rapport à d'autres produits d'épargne ont entraîné des situations de blocage pour quasiment la moitié de la capitalisation des SCPI (2,25 milliards d'euros de parts en attente). Après dix ans d'euphorie, l'illiquidité de l'investissement immobilier a été redécouverte.

La physionomie du marché a alors totalement changé, porté par des challengers, des nouveaux entrants ou quelques « anciens » aux portefeuilles très diversifiés. Ces néo-SCPI, comme certains les surnomment, bénéficient principalement d'un nouveau cycle de l'immobilier et cherchent à adapter leurs gestions en tirant des leçons de cette crise :

- éviter les co-investissements qui peuvent être à l'origine de conflits si l'un des fonds souhaite sortir ;
- ne pas mettre en place des stratégies institutionnelles basées sur la liquidité (*core*) avant tout, mais développer des stratégies plus rémunératrices pour se protéger d'arbitrages des investisseurs ;
- privilégier des lignes liquides avec des portefeuilles qui ont des tailles moyennes inférieures à 20 millions d'euros ;
- maximiser la diversification géographique pour bénéficier au mieux des cycles ;
- permettre au gérant de saisir les meilleures opportunités durant toute la durée du fonds (diversifiée vs thématique).

Regarder le rétroviseur pour prédire la route n'a jamais suffi. Ce qui devrait intéresser l'investisseur, c'est moins le portefeuille existant que celui qui sera construit avec la collecte de demain. La stratégie conservera-t-elle sa pertinence ? L'allocation évoluera-t-elle ? Jamais la mention légale « Les performances passées ne préjugent pas des performances futures » n'a semblé aussi juste.

Au-delà des immeubles ou des zones géographiques, la vraie valeur réside dans le talent de celles et ceux qui gèrent l'épargne : leur historique, leur sang-froid en période de crise, leur lecture du marché, la solidité de leur société de gestion et sa transparence. A l'heure où l'IA déverse des flots d'informations, la différence se jouera dans la qualité des prises de décisions.

Et ça, ça reste une affaire d'hommes – et de femmes! ●

David Seksig,
cofondateur de Remake AM

