



Première chambre

71173

RAPPORT PARTICULIER

(articles L. 143-3 et R. 143-1 du code des juridictions financières)

Les comptes et la gestion d'Icade

Exercices 2006 à 2013

Septembre 2014

Cour des comptes



Table des matières

SYNTHÈSE.....	5
 PARTIE I : L'INTRODUCTION EN BOURSE ET LA TRANSFORMATION EN SOCIÉTÉ D'IMMOBILIER COTÉE (SIIC) 2006-2007	 9
I. LES ORIGINES	9
II. L'INTRODUCTION EN BOURSE	9
A. LES DONNÉES TECHNIQUES DE L'INTRODUCTION EN BOURSE	10
B. LES MODALITÉS DE L'INTRODUCTION EN BOURSE : LE CHOIX D'UNE AUGMENTATION DE CAPITAL ET D'UN PRIX D'INTRODUCTION VOLONTAIREMENT BAS	11
III. L'ENTRÉE AU CAPITAL DES INVESTISSEURS IRLANDAIS	15
A. L'ÉMISSION DES ORA ET L'ACCORD AVEC LES "INVESTISSEURS IRLANDAIS"	15
B. LA NON EXÉCUTION PAR ICADE DE SON OPTION D'ACHAT EN MAI 2006.....	17
C. LA DÉCISION DE RACHAT DES ORA PAR ICADE EN SEPTEMBRE 2006	19
D. L'INVESTISSEMENT DE NPRE.....	21
IV. L'ADOPTION DU STATUT DE SOCIÉTÉ D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER COTÉE (SIIC) ET LA FUSION	21
A. LES PRÉMICES	22
B. LES PRINCIPALES ÉTAPES	23
 PARTIE II : LA RÉORIENTATION DE L'ACTIVITÉ D'ICADE	 25
I. LA SITUATION DE DÉPART (2007)	25
A. UNE ACTIVITÉ TRÈS DIVERSIFIÉE	25
B. LA SITUATION SPÉCIFIQUE DU LOGEMENT	27
II. LA CESSIION DU PATRIMOINE LOGEMENT	29
A. LE « DÉCRET ICADE ».....	29
B. LES PREMIÈRES ÉTAPES DU DÉSENGAGEMENT DU LOGEMENT SOCIAL.....	30
C. LA VENTE EN BLOC.....	31
III. LA NAISSANCE D'UN ACTEUR MAJEUR DE L'IMMOBILIER DE BUREAUX EN ÎLE-DE-FRANCE	39
A. LA MUTATION EN FONCIÈRE TERTIAIRE	39
B. L'ACQUISITION DE LA COMPAGNIE LA LUCETTE ET L'ENTRÉE DE MORGAN STANLEY REAL ESTATE FUND (MSREF) AU CAPITAL D'ICADE	41
C. LE RAPPROCHEMENT AVEC SILIC	43
IV. LES AUTRES CHOIX DE DÉVELOPPEMENT.....	46
A. LES SECTEURS ABANDONNÉS.....	46
B. LES AUTRES AXES DE DÉVELOPPEMENT.....	50
C. LES HÉSITATIONS SUR LA PROMOTION.....	51
V. LE NOUVEAU POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE D'ICADE.....	54
A. ICADE, FONCIÈRE TERTIAIRE.....	54
B. LES RISQUES	56

PARTIE III : LES COMPTES ET LES RÉSULTATS 61

I.	MÉTHODES COMPTABLES ET CERTIFICATION DES COMPTES	61
A.	LE PÉRIMÈTRE DE LA CONSOLIDATION	61
B.	LES PRINCIPES COMPTABLES APPLIQUÉS	61
II.	LES RÉSULTATS	63
A.	LES RÉSULTATS CONSOLIDÉS	63
B.	LES PERFORMANCES DES BRANCHES	64
III.	LES ÉLÉMENTS DE BILAN.....	66
A.	L'ACTIF	67
B.	LE PASSIF.....	70

PARTIE IV : LA GOUVERNANCE ET LA GESTION D'ICADE 77

I.	LA GOUVERNANCE	77
A.	COMPOSITION ET FONCTIONNEMENT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DE SES COMITÉS.....	77
B.	NATURE ET PORTÉE DU CONTRÔLE EXERCÉ PAR LA CDC ET SA COMMISSION DE SURVEILLANCE.....	82
C.	DES RELATIONS LOINTAINES AVEC LES POUVOIRS PUBLICS.....	84
II.	L'ÉQUIPE DE DIRECTION ET SON EXERCICE DU CONTRÔLE DES RISQUES	84
A.	LE PRÉSIDENT DIRECTEUR GÉNÉRAL ET SA RÉMUNÉRATION	84
B.	LES MODALITÉS D'EXERCICE DU CONTRÔLE PAR LE MANAGEMENT	85

En application des dispositions de l'article L. 143-1 du code des juridictions financières, le présent rapport, dès lors qu'il est rendu public, ne contient pas d'information relevant d'un secret protégé par la loi

SYNTHÈSE

Icade, détenue par la société holding HoldCo, elle-même filiale à 75,07 % de la Caisse des dépôts et consignations (CDC), est aujourd'hui une des principales sociétés foncières tertiaires françaises, dotée d'un patrimoine de 10 Md€ dont 72 % en bureaux et parcs tertiaires.

Cette situation est le produit de profonds changements, entamés au début des années 2000, à partir d'un groupe initialement faiblement structuré, aux activités hétérogènes, détenu en quasi-totalité par la CDC.

1. La transformation en société foncière cotée : un processus mis en œuvre dans des conditions discutables.

La transformation d'Icade en société foncière tertiaire a été conduite en plusieurs étapes : l'introduction en bourse de la société, le choix du régime juridique de société d'investissement immobilier cotée (SIIC), l'abandon des activités dans le secteur du logement au profit d'un recentrage sur le tertiaire ; une forte croissance externe. Certaines de ces étapes ont été réalisées dans des conditions critiquables.

- L'introduction en bourse d'Icade, en avril 2006, a été effectuée par augmentation de capital. Le prix d'introduction retenu a été inférieur aux préconisations des services de la CDC et des analystes financiers qui avaient contribué à préparer l'opération. Les actions ont été largement « sur-souscrites » et le cours a connu une forte hausse qui s'est révélée favorable aux principaux investisseurs mais pas à la CDC dont la participation a été diluée au cours de l'opération.

Les conditions de rachat par Icade des obligations remboursables en actions (ORA) émises, en 2004, par Entrepôts et magasins généraux de Paris (EMGP), filiale cotée d'Icade, à la société irlandaise City North qui les avait acquises dans le cadre d'un partenariat au contenu mal défini, soulèvent des interrogations. Celles-ci portent notamment sur les modalités de gouvernance et la qualité du processus de décision au sein d'Icade et de la CDC qui ont conduit à des choix mal justifiés et défavorables à l'intérêt social d'Icade et de la Caisse. Des accords croisés avaient, en effet, été conclus en vertu desquels Icade avait la possibilité de racheter ces ORA à City North en mai 2006. Le conseil d'administration de la société a toutefois choisi, à cette date, de ne pas exercer son option d'achat, privant ainsi cette dernière et la CDC à proportion de sa part dans le capital d'Icade d'une plus-value comprise entre 40 à 50 M€. Quatre mois seulement plus tard, le conseil d'administration d'Icade décidait de racheter ces ORA mais à un prix égal à 2,2 fois le prix qu'Icade aurait payé en mai, soit 74,2 M€ de plus. City North a réalisé une plus-value de 84,3 M€ (contre 10,1 M€ si les titres avaient été acquis en mai).

- La fusion d'Icade avec ses filiales en novembre 2007 a été accompagnée du passage de l'ensemble sous le statut de SIIC, évolution qui correspondait effectivement aux nouveaux objectifs que se fixait la société. La formation de la nouvelle entité a, toutefois, entraîné un contentieux avec l'administration fiscale, toujours pendant, portant sur la valorisation des actifs apportés par Icade Patrimoine à Icade, qui déterminait le montant de « l'exit tax » due par la nouvelle entité au titre de l'exercice 2007.

- L'entrée d'Icade dans une logique de société foncière, visant à externaliser au maximum les plus-values latentes de son patrimoine et à assurer une rotation de celui-ci, a conduit à la cession de la plus grande partie de son patrimoine de logements, pour beaucoup récemment déconventionnés, à des organismes de logement social. Ces ventes de logements

sont, certes, à l'origine de la majeure partie des plus-values réalisées par Icade entre 2006 et 2009 (236 M€ en 2006, 141 M€ en 2007, 262 M€ en 2008 et surtout 1 155 M€ en 2009). Cette opération apparaît néanmoins discutable dans ses modalités et ses conséquences. Elle a fait notamment bénéficier les actionnaires privés minoritaires d'une fraction importante de la plus-value latente d'immeubles qui avaient été financés par des fonds publics et qui n'ont pu être vendus par Icade que grâce à des dispositifs mobilisant de nouveaux concours publics. Cette opération n'a accru qu'en apparence le nombre de logements sociaux et a fortement mobilisé les ressources des organismes de logements sociaux en Île de France au détriment de la construction de logements neufs.

-Icade a ensuite mis en œuvre une stratégie de croissance externe pour achever sa réorientation vers l'immobilier tertiaire. Elle a racheté fin 2009, la Compagnie La Lucette qui présentait des complémentarités, notamment du point de vue de la répartition géographique de son patrimoine et des possibilités de synergie financière. Au terme d'un processus engagé fin 2011 et achevé au 31 décembre 2013, Icade a fusionné avec SILIC, société foncière cotée, sous une holding co-détenue par la Caisse des dépôts et Groupama.

2. Une stratégie fondée sur le développement de l'immobilier tertiaire relativement cohérente mais non dénuée de risques

Icade est devenue, notamment depuis l'acquisition de SILIC, la première foncière de bureaux d'Europe avec 7,5 Md€ d'actifs, implantés presque exclusivement en Ile-de-France. Elle bénéficie donc sur ce segment d'un effet de taille. Elle possède des actifs récents et de bonne qualité et offre une gamme de loyers diversifiée. La fusion avec SILIC lui a permis de doubler ses réserves foncières qui atteignent désormais 2 millions de m². La société mise sur le potentiel de valorisation d'actifs situés dans le cadre du Grand Paris.

Outre la qualité de ses actifs, Icade a une structure de bilan saine, à ce stade, (« *loan to value* »¹ de 40,2 % au 31 décembre 2013 pour une limite de covenant bancaire de 52,0 %), a accès au marché obligataire (émission d'une tranche double en septembre 2013), ce qui lui permet d'optimiser et de diversifier ses sources de financement. L'adossement au groupe Caisse des dépôts est, à cet égard, un atout incontestable.

Icade n'est pas à l'abri de tout risque. La concentration de son implantation a son revers, au moins conjoncturel, puisque l'offre de bureaux, actuellement excédentaire dans la région parisienne, au premier chef à La Défense, va encore s'accroître avec la mise sur le marché de nouveaux programmes. Icade a rencontré des problèmes de commercialisation sur certains actifs et a été contrainte de provisionner des pertes de valeur.

Une orientation durable à la baisse de ce marché affecterait ses résultats, surtout si elle s'accompagnait d'une augmentation du niveau des taux d'intérêt à long terme qui aurait un impact négatif direct sur la valeur des actifs de l'ensemble des sociétés foncières et alourdirait les conditions de financement de la dette et de nouveaux projets.

À plus long terme, Icade est dépendante du rythme pris par les aménagements du Grand Paris.

¹ « *Loan to value* », ratio de l'endettement à la valeur des actifs

3) Une orientation moins claire sur les autres activités

La primauté donnée aux actifs de bureaux s'est accompagnée d'un désengagement d'Icade des services, de l'immobilier commercial et du développement international.

Toutefois, la question de l'avenir du pôle promotion d'Icade reste ouverte. Cette activité ne fait pas de perte. Sa contribution au chiffre d'affaires est notable bien que, depuis la fusion entre Icade et SILIC, elle n'apporte plus que 8 % de l'excédent brut opérationnel (EBO) du groupe et n'est donc pas stratégique. Icade et la CDC semblent hésiter entre tirer les conséquences des difficultés actuelles du secteur et conserver cet outil dans la perspective du développement territorial du Grand Paris.

De même, l'évolution du pôle santé (achat et location de murs d'établissements de soins) reste mal précisée. Dans ce domaine, le développement par acquisitions d'Icade a pour cible l'ensemble du territoire français et non la seule région parisienne. Cette diversification lui offre un relais de croissance compensant les aléas de l'immobilier de bureaux. Le développement dans ce secteur permet d'accroître le « *cash flow* », avec des baux de long terme, alors que les baux de bureaux sont relativement courts. Les actifs d'Icade atteignent près de 1,7 Md€. La question du maintien à terme d'un contrôle majoritaire d'Icade sur sa filiale Icade Santé reste néanmoins ouverte.

4. Une contribution importante mais fragile au résultat de la CDC

La contribution d'Icade aux résultats consolidés de la CDC est devenue très significative de 2009 à 2011 (16 % en 2009, près du tiers en 2010, un quart en 2011). La politique d'actionnaire de la CDC consiste à exiger d'Icade une distribution supérieure aux minima requis par le régime SIIC.

Ce constat éclaire le soutien constant de la CDC à la transformation d'Icade en une foncière cherchant à se concentrer sur les segments de marché à rentabilité élevée, ce qui excluait le maintien dans le secteur du logement et a fortiori dans celui du logement social.

Pour autant, la participation de la CDC dans le capital d'Icade n'a pas cessé de se diluer. Icade est désormais détenue par la CDC non plus directement mais par l'intermédiaire de la société holding HoldCo SIIC. La CDC détient 75,07 % de HoldCo SIIC dont l'autre actionnaire est Groupama. HoldCo SIIC détient la majorité d'Icade (55,58 % initialement, aujourd'hui 52 %). Ainsi, même si la CDC contrôle encore Icade, son pourcentage de détention est passé en dessous de 50 %.

Le deuxième actionnaire d'Icade, loin derrière HoldCo, demeure Morgan Stanley (4 %). La composition du flottant (un peu moins de 48 % de l'actionnariat, compte tenu d'une très faible part d'auto-détention) n'est, par définition, pas connue précisément.

La Caisse et Groupama sont liés par un pacte d'associés, régissant leurs relations au sein de HoldCo SIIC. Ce pacte comporte notamment une clause de liquidité au profit de Groupama, exerçable à l'expiration de la période d'inaliénabilité (soit depuis août 2014). Les orientations de Groupama peuvent avoir des incidences sur la composition du capital d'Icade mais les deux partenaires ont à ce stade choisi de maintenir la stabilité de l'actionnariat de leur filiale commune.

5. Une gouvernance perfectible, une gestion qui s'améliore

La gouvernance d'Icade pourrait être améliorée sur plusieurs points : une présence renforcée de personnalités répondant véritablement à la qualification « d'indépendantes », et une consultation systématique des différents conseils et comités sur les sujets de leur ressort. À cet égard, les modalités de prise de décision sur les questions de rémunérations ou d'indemnités de départ n'ont pas toujours été satisfaisantes.

Des efforts incontestables ont été faits pour mieux apprécier les risques et adapter les structures à la réorientation de la société. Ceux-ci méritent d'être poursuivis, notamment s'agissant des fonctions marketing et communication.

6. L'avenir d'Icade : un enjeu patrimonial pour la Caisse des dépôts

De société non cotée, dotée d'un portefeuille de logements sociaux, Icade est devenue une foncière tertiaire cotée. Ce changement profond peut conduire à s'interroger sur le contrôle majoritaire exercé par la Caisse des dépôts et consignations.

Si la seule fonction d'Icade était d'être un actif de rendement destiné à assurer à la CDC un revenu récurrent, le niveau de participation de cette dernière pourrait être déterminé uniquement en tenant compte de ce rendement.

En raison toutefois du rôle d'Icade dans les domaines de l'urbanisme et de l'aménagement, au premier chef en Île-de-France, ses activités rejoignent des missions d'intérêt général assignées à la Caisse des dépôts et à certaines de ses filiales.

La dimension patrimoniale est, en outre, décisive dans les choix à opérer : les actifs provenant des ex-EMGP constituent une des principales réserves foncières en Ile-de-France. Leur valorisation est loin d'être achevée et est tributaire des grands projets actuellement lancés entre Roissy et Paris, notamment dans la perspective du Grand Paris. Céder ces biens à échéance rapprochée, directement ou sous forme d'actifs sous-jacents d'actions Icade, même si leur prix de cession intégrait dans une certaine mesure les perspectives à long terme, priverait la Caisse des dépôts, et donc le secteur public, de la plus grande partie de ces gains potentiels.

PARTIE I : L'INTRODUCTION EN BOURSE ET LA TRANSFORMATION EN SOCIÉTÉ D'IMMOBILIER COTÉE (SIIC) 2006-2007

Icade trouve son origine dans la SCIC (Société centrale immobilière de la Caisse des dépôts) mais présente aujourd'hui une configuration totalement différente du fait de sa transformation en société cotée et du passage sous le statut de SIIC (société d'investissement immobilier cotée).

I. LES ORIGINES

La SCIC, créée en 1954 pour répondre à la pénurie de logements de l'après-guerre, s'est jusqu'en 1980 principalement consacrée à la construction de logements (y compris de logements non sociaux, avec la création de Capri - SCIC Promotion - en 1974) et d'infrastructures publiques et para-publiques. Elle a réalisé de nombreuses opérations de croissance externe dans les années 1990.

La SCIC (rebaptisée Icade en septembre 2003) a connu des mutations successives à partir de 2002 :

- mise en place d'une politique de contrôle à 100 % de ses filiales non cotées ;
- renforcement significatif de sa présence dans le tertiaire, notamment par l'entrée dans EMGP en 2002 et l'acquisition de Foncière des Pimonts en 2004 ;
- cession d'actifs ne correspondant plus à son modèle de développement, à la suite de la réorganisation des activités immobilières de la Caisse entre l'immobilier dit d'intérêt général confié à la Société nationale immobilière (SNI) et l'immobilier dit concurrentiel regroupé dans Icade.

Au terme de ce processus, Icade était, en 2005, un opérateur immobilier intégré, actif dans tous les métiers du secteur – promotion, foncière, services – et présent sur les trois principaux marchés de ce dernier (logement, tertiaire, équipements collectifs et de santé). La société exerçait, donc, à la fois des activités à rentabilité forte mais cyclique (la promotion), des activités à forte intensité capitalistique produisant des revenus stables et récurrents (les foncières), des activités à faible intensité capitalistique, à revenus récurrents mais à faible marge (services), sans avoir la taille critique dans ce dernier segment. Conséquence de son caractère composite, le groupe était organisé de manière complexe, à la fois autour de ces trois types d'activité et de ces trois marchés.

II. L'INTRODUCTION EN BOURSE

La décision d'introduire une partie du capital d'Icade en bourse, portée par le président-directeur général d'Icade, M. Etienne Bertier, approuvée par la CDC, actionnaire unique, alors dirigée par Francis Mayer, a été prise en 2005 et avalisée par le conseil d'administration d'Icade du 19 septembre 2005. Lors de cette réunion, M. Berthier a mentionné les motifs suivants :

- améliorer la visibilité et la notoriété de l'entreprise ;

- gagner en transparence et en efficacité, la pression du marché tendant à l'amélioration des pratiques comptables et à l'accroissement de la rentabilité ;
- favoriser le développement en ouvrant la possibilité de financer des acquisitions par un paiement en actions Icade ;
- accroître la mobilisation des équipes en intéressant les collaborateurs (et notamment les 140 cadres dirigeants) aux résultats.

A. LES DONNÉES TECHNIQUES DE L'INTRODUCTION EN BOURSE

Les modalités financières de l'introduction en bourse figurent dans la note d'opération du 27 mars 2006, visée par l'Autorité des marchés financiers (AMF) et arrêtée par le conseil d'administration du même jour.

Le conseil d'administration d'Icade a arrêté, le 11 avril 2006, après avis de la commission de surveillance de la CDC du 5 avril 2006, les modalités suivantes de l'opération :

* prix de l'offre :

- prix de l'offre à prix ouvert et du placement global garanti : 27,90 € par action,
- prix de l'offre réservée aux salariés : 22,32 € par action.

* répartition de l'offre (hors option de sur-allocation) :

- 10 % affecté à l'offre à prix ouvert auprès des particuliers,
- 90 % affecté au placement global garanti auprès des investisseurs institutionnels.

Au total, le produit brut (hors offre aux salariés) de l'offre auprès des investisseurs institutionnels a représenté environ 707,3 M€.

La répartition du capital résultant de la cotation était la suivante :

Tableau n° 1 : Répartition du capital et des droits de vote d'Icade après l'introduction en bourse

	Capital		Droits de vote	
	Montant (€)	Pourcentage	Nombre	Pourcentage
Caisse des dépôts	510 111 832,80	71,69%	67 119 978	71,69%
Public	192 665 502,40	27,09%	25 350 724	27,09%
Salariés	8 731 146,00	1,22%	1 148 835	1,22%
Total	711 508 481,20	100%	93 619 537	100,00%

Source : Icade, Cour des comptes

B. LES MODALITÉS DE L'INTRODUCTION EN BOURSE : LE CHOIX D'UNE AUGMENTATION DE CAPITAL ET D'UN PRIX D'INTRODUCTION VOLONTAIREMENT BAS

1. Une structure de l'opération privilégiant la création d'un flottant significatif

Le choix de l'augmentation de capital

La formule d'une augmentation de capital à laquelle la CDC ne souscrivait pas a été préférée à la cession d'une partie de ses titres par cette dernière. En ne cédant pas de titres, la CDC entendait d'une part montrer au marché qu'elle soutenait le développement de sa filiale et d'autre part rassurer les salariés sur la pérennité de son engagement dans Icade. Si l'introduction en bourse n'a pas permis à la CDC de dégager de plus-value de cession, le défaut d'offre secondaire au moment de l'introduction en bourse a néanmoins été, en partie, compensé par une distribution de dividende exceptionnel, d'un montant de 102 M€, prélevé sur le compte « autres réserves » dont le régime fiscal² était plus avantageux pour la CDC que celui d'une cession de titres.

Le montant de l'augmentation de capital

Le montant de l'augmentation de capital a été calibré en fonction de trois objectifs : maintenir la participation de la Caisse à au moins 67 % ; doter Icade d'un flottant suffisant pour assurer la liquidité du titre (donc pas inférieur à 25 %) et proche de celui des foncières comparables qui se situe autour de 40 % ; apporter à Icade des ressources financières pour financer son plan d'investissement sur la période 2006-2009 estimé à 1,8 Md€ en conservant un taux d'endettement net rapporté à la valeur de ses actifs (*loan to value*) inférieur à 50 %.

S'agissant de ce dernier point, si le plan d'investissement d'Icade prévoyait 1 800 M€ d'investissements sur la période 2006-2009, seulement 850 M€ étaient identifiés.

Tableau n° 2 : Projets d'investissement d'Icade en 2006-2009

Investissements (M€)	Identifiés	Non identifiés	Total
Icade Patrimoine	300	0	300
Icade EMGP	400	0	450
Icade Foncière des Pimonts	100	400	500
Icade Foncière Publique	0	250	250
Icade Foncier Développement	0	300	300
Total	850	950	1 800

Source : Icade

En outre, la "*loan to value*" d'Icade se situait fin 2005, autour de 25 %. Celle des acteurs du secteur immobilier comparables à Icade était alors en moyenne de 40 %. Icade disposait donc d'une capacité d'endettement supplémentaire

² Le régime mère fille sur le versement des dividendes étant plus favorable que celui des plus-values de cession

À l'horizon 2009, en prenant l'hypothèse conservatrice que la valeur des actifs existants en 2005 ne progresserait pas sur la période et hors *cash-flow* générés par l'exploitation, Icade aurait disposé d'un excédent de fonds propres de 115 M€ par rapport à la structure financière cible de sociétés du secteur.

La société pouvait donc réaliser la totalité des investissements identifiés sans recourir à une augmentation de capital.

Au surplus, le fait que les investissements futurs ne soient pas identifiés présentait des inconvénients. L'absence de perspective précise de ré-emploi rapide des fonds levés réduit, en effet, la visibilité pour les investisseurs, engendre « un risque de réinvestissement » en raison de l'incertitude sur la qualité et le coût des investissements à venir. Cette situation entraîne une décote dans la valorisation d'une société en raison de son impact dilutif sur le profil des données par actions³ utilisées par les investisseurs pour déterminer la valeur de la société.

Une autre modalité d'introduction en bourse, plus favorable aux intérêts patrimoniaux de la CDC, aurait pu, par conséquent, être envisagée.

2. Le prix d'introduction n'a pas suffisamment pris en compte la hausse des marchés financiers et l'engouement des investisseurs pour les sociétés foncières

Il était de l'intérêt patrimonial de la CDC que le prix d'introduction en bourse des actions Icade fût le plus élevé possible au regard des autres contraintes qu'elle s'était fixées : un accueil favorable par les investisseurs, un potentiel d'appréciation à long terme de la valeur de la société.

Les travaux des banques conseils et des analystes ont servi de base à la fixation du prix d'introduction. Ils ont produit des estimations au 31 décembre 2005. Or, des éléments nouveaux étaient intervenus au cours des premiers mois de 2006, en particulier la forte hausse des cours des sociétés foncières au premier trimestre 2006⁴. Surtout, les banques conseils semblent avoir sous-estimé la valeur des logements d'Icade regroupés dans sa filiale Icade Patrimoine. La valeur moyenne des actifs expertisés d'Icade patrimoine ressortait, au 31 décembre 2005, à 1 432,4 M€ hors droits. Or, dès fin décembre 2006, la valeur des actifs était portée à 1 900 M€. Cette forte progression (33 % en brut, 29 % à périmètre constant) peut s'expliquer par une baisse du taux de rendement, par l'évolution du taux d'actualisation et surtout par les variations du plan à moyen terme (PMT) : le PMT 2005 prévoyait une hausse des loyers de 1 à 3 %, le PMT 2006 envisageait une augmentation de 3 à 4 %. Le plan d'affaires 2005 n'anticipait donc pas le potentiel de revalorisation des loyers au cours des années à venir.

L'actif net réévalué (ANR) d'EMGP était vraisemblablement également sous-évalué car il prenait imparfaitement en compte la valeur des réserves foncières détenues par cette société.

Se fondant sur plusieurs arguments, notamment la progression des cours des sociétés immobilières depuis le 1er janvier 2006 et l'intérêt manifesté par certains investisseurs, la direction des finances et de la stratégie de la CDC avait recommandé à sa direction générale de fixer la fourchette de prix d'offre au marché dans la borne haute de valorisation, soit entre

³ (bénéfice par action, dividende par action, *cash-flow* par action tirée du PMT)

⁴ Foncières françaises : + 14,3% ; sociétés de promotion et de services : 23,40 % ; sociétés immobilières européennes : + 16,90 %

1 765 M€ (26,30 € par action) et 2 051 M€ (30,56 € par action). Elle rejoignait ainsi les estimations des analystes de la Société Générale et d'UBS qui avaient effectué les travaux les plus approfondis sur Icade Patrimoine et avaient abouti à une valorisation moyenne d'Icade à 2 090 M€.

La commission de surveillance de la CDC, après avoir discuté des perspectives stratégiques d'Icade, a examiné les modalités financières de l'opération, le 6 mars 2006, et à nouveau le 5 avril 2006, après que le comité d'examen des comptes et des risques (CECR), eut donné le 21 mars 2006 un avis favorable sur le processus et sur les valorisations proposées.

Au sein du conseil d'administration d'Icade, les comptes rendus des débats du 27 mars et du 11 avril 2006 font ressortir la prudence des administrateurs touchant la détermination de la fourchette de prix par action d'introduction en bourse puis de la fixation du prix de souscription définitif. Certains administrateurs étaient notamment inquiets des possibles conséquences d'une remontée des taux d'intérêt sur la valorisation de la société et plaidaient pour un prix d'introduction « raisonnable ».

Le conseil d'administration d'Icade du 27 mars 2006 a retenu une fourchette allant de 24,95 € à 28,95 € correspondant à une valorisation de la société comprise entre 1 675 M€ et 1 943 M€ et une valeur centrale de 1 809 M€. La fourchette de prix finalement retenue a été, par conséquent, inférieure de 5 % à celle recommandée en interne par les services de la CDC et corroborée par les analystes. Or, il n'apparaissait pas nécessaire dans le contexte de l'époque (contexte de marché particulièrement favorable et sursouscriptions importantes de toutes les introductions en bourse) de minorer le prix d'introduction.

Tableau n° 3 : Comparaison entre les différentes valorisations et la fourchette de prix

Md€	Hypothèse basse	Moyenne	Hypothèse haute
Analystes financiers	1,76	1,89	2,1
Banques conseils	1,65	1,85	2,05
CDC interne	1,76	1,91	2,05
Fourchette retenue	1,67	1,81	1,94

Source : documents des banques conseil, CDC, Cour des comptes

Le prix de 28 € a finalement été décidé par le conseil d'administration avec l'approbation de la CDC. On peut noter que ce prix correspondait à la limite fixée par deux investisseurs, Morgan Stanley REF (MSREF) et City North, deux sociétés qui, postérieurement à l'introduction en bourse, seront étroitement liées à Icade.

L'offre d'actions Icade a été très largement "sursouscrite" par les investisseurs. La demande institutionnelle montre une souscription d'environ 14 fois le montant offert. L'examen du livre d'ordres témoigne, en outre, d'une faible sensibilité au prix : il a, en effet, été souscrit à 1 382 % en milieu de fourchette à 28 € et à 1 283% en haut de fourchette (28,95 €). La répartition géographique de la demande indique un fort intérêt des investisseurs britanniques (42 %), français (29 %) et allemands (7 %). Le montant de l'offre auprès des particuliers a, quant à elle, été "sursouscrite" 1,77 fois.

Quant au cours d'Icade, il s'est établi dès le premier jour de cotation à 32 €, soit une hausse de 14,7 % par rapport au prix d'introduction. Par ailleurs, la moyenne du cours de bourse sur 30 jours s'est élevée à 34,4 €, soit une appréciation de 23,3 %, alors même que le marché boursier (indice Cac 40) était en légère baisse sur la même période et que l'indice des sociétés foncières (EFRA France) diminuait de près de 6 %⁵.

Devant le conseil de surveillance de la CDC du 9 mai 2007, M. Bertier a d'ailleurs reconnu que la performance boursière de la société depuis son introduction en bourse s'expliquait « pour 20 % par la décote consentie lors de l'introduction ».

Le titre Icade a été perçu comme bon marché par les investisseurs lors de son introduction en bourse.

Tableau n° 4 : Évolution des multiples de valorisation des comparables d'Icade

Multiple de marché	Foncières		Promoteur	
	21/03/2006*	11/04/2006	21/03/2006	11/04/2006
EBO 2006	19,2 x	20,4 x	6,1 x	7,5 x
EBO 2007	17,9 x	18,6 x	6,1 x	7,2 x
Cash-flow 2006	17,4 x	18,4 x	9,2 x	11,0 x
Cash-flow 2007	16,0 x	16,7 x	8,7 x	11,9 x
*Le 21 mars se situe au début de la phase de contact avec les investisseurs tandis que le 11 avril est la date de fixation du prix définitif.				

Source : documents des banques conseil, Cour des comptes

Tableau n° 5 : Comparaison des multiples de valorisation d'Icade

Multiple de marché	Foncières	Icade (28,95 €)
EBO 2006	20,4 x	17,5 x
EBO 2007	18,6 x	14,0 x
Cash-flow 2006	18,4 x	17,2 x
Cash-flow 2007	16,7 x	13,8 x

Source : documents des banques conseils, Cour des comptes

⁵ La progression moyenne des cours de bourse des sociétés introduites sur le marché parisien entre 2004 et juin 2013 avec une capitalisation boursière supérieure à 50 M€ s'élève à 4,5 % le premier jour et 6,4 % sur un mois (source HSBC). La hausse du cours d'Icade a été nettement supérieure à la traditionnelle « décote d'introduction en bourse » comprise entre 4 % et 7 %.

Cette sous-valorisation initiale ne semble toutefois pas avoir été motivée par la recherche d'avantages pour les personnels ou le "management". Si les salariés ont, comme les autres souscripteurs, bénéficié de la décote⁶, rien ne permet toutefois d'affirmer que cette décote visait à leur apporter un avantage. Les mécanismes d'intéressement du management n'étaient pas non plus de nature à inciter à une sous-évaluation volontaire du prix offert lors de l'introduction en bourse. L'offre préférentielle de souscription, lors de l'introduction en bourse, était réservée aux seuls salariés. Elle n'était, donc, pas ouverte au président-directeur général (PDG) qui n'était pas titulaire d'un contrat de travail, et avait seulement la possibilité de souscrire à titre personnel à l'offre publique (sans certitude d'être servi à hauteur de sa demande). La part variable de la rémunération du PDG pour l'exercice 2006 était fonction du niveau du chiffre d'affaires, de l'excédent brut d'exploitation et du résultat net part du groupe mais pas du niveau du cours de bourse. Les primes exceptionnelles attribuées aux membres du comité exécutif en mai 2006 pour récompenser leur contribution au succès de l'introduction en bourse (105 000 € pour M. Bertier) étaient forfaitaires, donc sans lien avec le cours.

On note néanmoins que :

- Icade, à travers le plan d'affaires qu'elle a fourni aux banques et experts, est à l'origine de la sous-estimation de ses actifs logements et de celle des actifs des EMGP ;
- au regard de l'évolution de la moyenne des cours de bourse sur les 30 jours de bourse suivant l'opération, la différence entre le cours atteint et le prix d'introduction a représenté pour les investisseurs un gain de 166 M€. La CDC, n'ayant pas elle-même souscrit, n'a pas bénéficié de cette hausse rapide du cours. La forte décote à l'introduction en bourse a représenté une forme d'aubaine pour les principaux investisseurs.

III. L'ENTRÉE AU CAPITAL DES INVESTISSEURS IRLANDAIS

A. L'ÉMISSION DES ORA ET L'ACCORD AVEC LES "INVESTISSEURS IRLANDAIS"

La société EMGP a été acquise en 2002 par Icade qui possédait, en 2004, 82,36 % de son capital, le solde étant détenu par divers minoritaires⁷. Les dirigeants de la Caisse et d'Icade ont décidé d'ouvrir son capital à City North, société formée par un groupe d'investisseurs irlandais. Pour l'essentiel, ceux-ci étaient des promoteurs du centre d'affaires « CityWest », situé près de Dublin, qui, en une quinzaine d'années, avait attiré des grandes entreprises du secteur des télécommunications et de l'informatique.

Ni Icade ni la Caisse des dépôts n'ont apporté la preuve que les vérifications d'usage sur la qualité des investisseurs et leur solidité financière avaient bien été effectuées. La structure sociale adoptée par ces derniers, un SPV⁸ ad hoc sous la forme d'un trust de droit irlandais représenté par un "nominee" ne garantissait pourtant pas la transparence nécessaire.

⁶ Le 12 avril 2006, lors de l'introduction en bourse, 69 % des employés et 92 % des cadres, soit 79 % de l'ensemble des 3 400 salariés potentiellement bénéficiaires, ont souscrit à l'offre qui leur était réservée dans le cadre du plan d'épargne groupe et pour laquelle une décote de 20 % leur était proposée. Ils ont ainsi fait l'acquisition de 1 148 835 actions nouvelles (1,25 % du capital) à un prix préférentiel de 22,32 € au lieu de 27,9 € par action.

⁷ Le flottant de cette société cotée ne représentait que 2,51 %. Le Crédit Foncier en possédait 12,33 %.

⁸ « *special purpose vehicle* » = *fonds commun de créances ou « véhicule de titrisation »*.

Un protocole d'accord a été conclu le 30 août 2004 entre Icade et ces investisseurs prévoyant une prise de participation de la société irlandaise City North à hauteur d'au plus 11 % dans le capital des EMGP⁹ par souscription à l'émission d'obligations remboursables en actions¹⁰ (ORA). Ce protocole a été approuvé a posteriori par le conseil d'administration d'Icade du 2 septembre 2004.

Recourant à une formule déjà utilisée dans les filiales d'Icade, EMGP a procédé, en novembre 2004, à l'émission des ORA. Cette émission a été souscrite par Icade à 83 %, par un gestionnaire de fonds, Forum European Reality Income pour 15 %, les actionnaires minoritaires ayant participé à hauteur de 2 %.

Tableau n° 6 : Répartition des ORA EMGP

ORA EMGP par détenteurs	Date d'émission	Taux d'intérêt	Valeur nominale	Nombre ORA Icade	Nombre ORA City North	Nombre ORA Forum	Nombre ORA Autres tiers	Nombre ORA Total
	avr-04	4,20%	325	106 936	0	15 065	1 099	123 100
	nov-04	4,20%	340	121 355	0	22 694	2 951	147 000
Situation au 30-11-2004				228 291	0	37 759	4 050	270 100
ORA EMGP par détenteurs	Date d'émission	Taux d'intérêt	Valeur nominale	Montant ORA Icade	Montant ORA City North	Montant ORA Forum	Montant ORA Autres tiers	Montant ORA Total
	avr-04	4,20%	325	34 754 200	0	4 896 125	357 175	40 007 500
	nov-04	4,20%	340	41 260 700	0	7 715 960	1 003 340	49 980 000
Situation au 30-11-2004				76 014 900	0	12 612 085	1 360 515	89 987 500

Source : Icade

Icade a cédé ensuite pour partie les ORA EMGP qu'elle détenait¹¹ à la société City North au prix unitaire de 345 € pour un montant total de 50,9 M€. La cession à City North des ORA EMGP détenues par Icade en novembre 2004 aurait dû être autorisée par le comité des engagements de la CDC, procédure qui n'a pas été respectée.

Le protocole avec City North prévoyait également des engagements croisés sous forme de « promesse d'achat » (achat des ORA par Icade à la demande de l'investisseur City North) et de « promesse de vente » (promesse de vente des ORA par l'investisseur à la demande d'Icade) permettant aux parties de dénouer leur accord selon des modalités qui ont été précisées le 17 décembre 2004.

⁹ Renommée ensuite Icade EMGP.

¹⁰ Le recours à des ORA permet en principe d'obtenir un financement immédiat à des conditions avantageuses, en contrepartie d'une dilution à terme du capital de la société émettrice.

¹¹ Soit un quart des ORA qui avaient émises en avril 2004 et la quasi-totalité des ORA émises en novembre 2004 détenues par Icade.

Tableau n° 7 : Répartition des ORA EMGP après cession

ORA EMGP par détenteurs	Date d'émission	Taux d'intérêt	Valeur nominale	Nombre ORA Icade	Nombre ORA City North	Nombre ORA Forum	Nombre ORA Autres tiers	Nombre ORA Total
	avr-04	4,20%	325	80 336	26 600	15 065	1 099	123 100
	nov-04	4,20%	340	355	121 000	22 694	2 951	147 000
Situation au 16-12-2004				80 691	147 600	37 759	4 050	270 100

ORA EMGP par détenteurs	Date d'émission	Taux d'intérêt	Valeur nominale	Montant ORA Icade	Montant ORA City North	Montant ORA Forum	Montant ORA Autres tiers	Montant ORA Total
	avr-04	4,20%	325	26 109 200	8 645 000	4 896 125	357 175	40 007 500
	nov-04	4,20%	340	120 700	41 140 000	7 715 960	1 003 340	49 980 000
Situation au 16-12-2004				26 229 900	49 785 000	12 612 085	1 360 515	89 987 500

ORA EMGP cédés par Icade à City North	Date d'émission	Taux d'intérêt	Valeur nominale	Valeur vénale	Coût d'acquisition par City North	Plus-Value dégagée par Icade
	avr-04	4,20%	325	345	9 177 000	532 000
	nov-04	4,20%	340	345	41 745 000	605 000
Situation au 16-12-2004					50 922 000	1 137 000

Source : Icade

- La promesse de vente (appelée également « option d'achat » ou « call » au bénéfice d'Icade) prévoyait qu'Icade pouvait à tout moment, à compter du 30 novembre 2004 et jusqu'au 31 mai 2006, racheter les ORA pour un prix égal au plus élevé des deux montants suivants :

- 345 € par ORA augmenté d'un intérêt au taux de 3 % par an ;
- Valeur d'une action Icade EMGP sur la base de l'ANR décoté de 1,4 %.

Cette option d'achat au bénéfice d'Icade devait permettre de mettre fin à la coopération avec City North dans un délai de 18 mois, qualifié de période probatoire, si la relation ne se révélait pas satisfaisante.

- La promesse d'achat (ou "option de vente" ou "put" au profit de City North) prévoyait le rachat par Icade des ORA ou actions reçues en remboursement des ORA à la demande de City North, au prix de 345 € augmenté d'un intérêt de 2,5 % par an. Cette promesse d'achat (« put ») a été présentée comme une compensation de la faible liquidité du titre EMGP.

Cette promesse d'achat et l'avenant permettant d'en transférer le bénéfice aux banques prêteuses ont permis à City North de trouver aisément des concours bancaires pour l'achat des ORA, principalement financé par deux banques qui ont reçu en nantissement les ORA acquises. Indirectement, c'est Icade, filiale de la CDC qui, par cette promesse d'achat, a apporté sa garantie à City North auprès des banques et lui a permis de réaliser cette opération à crédit.

B. LA NON EXÉCUTION PAR ICADE DE SON OPTION D'ACHAT EN MAI 2006

La promesse de vente ou option d'achat, à la demande d'Icade, des ORA cédées par elle à City North courait jusqu'au 31 mai 2006. La question s'est donc posée au sein d'Icade, au printemps 2006, de l'opportunité d'exercer cette option.

Le 21 et 27 avril 2006, le directeur juridique d'Icade a adressé deux notes au président d'Icade exposant la possibilité pour Icade d'exercer son option et donc de racheter les ORA au prix unitaire de 413,28 €, ce qui correspondait, compte tenu de la parité de 1 ORA pour 10 actions, à un prix de 41,33 € pour l'action EMGP. Dans un courrier en date du 11 mai 2006, le président de City North a contesté la faculté d'Icade d'exercer son option en invoquant une clause de respect d'un préavis de trois mois et en alléguant une éventuelle sous-évaluation de l'ANR servant de référence au prix de rachat. Cette argumentation de City North a, cependant, été réfutée par le directeur juridique d'Icade dans une note à son président en date du 17 mai 2006.

Quelques jours avant l'expiration de l'option, la question a été abordée au conseil d'administration d'Icade du 24 mai 2006. Il a décidé à l'unanimité de ne pas exercer l'option d'achat des ORA. Selon le procès-verbal de ce conseil, le président d'Icade a déclaré : « sur le plan financier, la direction financière est plutôt favorable à l'exercice du call ; les opérationnels, mettant en avant la création de valeur générée par ce partenariat, ne le sont pas. En exerçant cette option d'achat, Icade gagnerait de 40 à 50 M€¹², mais se priverait d'un partenaire efficace. Ce dernier risquerait par ailleurs d'attaquer une telle décision... ».¹³

La décision de ne pas exercer le call en mai 2006 aurait dû être soumise au comité des engagements de la CDC mais ne l'a pas été. Elle n'a pas davantage été soumise au comité des investissements d'Icade et a été adoptée par un conseil d'administration en format très restreint, sous une rubrique « questions diverses », donc sans dossier formel et au vu des éléments fournis par la Caisse, sans analyse préalable par les services de la CDC.

Plusieurs motifs ont été avancés pour justifier le non-exercice du call. Le premier était qu'un « partenariat stratégique » avait été noué entre Icade/EMGP et City North et que l'exercice du call y aurait mis indubitablement fin alors qu'il était apprécié positivement par la direction d'EMGP et d'Icade ; une telle initiative aurait donc constitué une forme de rupture d'un contrat moral. Or, la consistance et la portée de ce partenariat prêtent à interrogation, l'"apport en industrie" des investisseurs irlandais dans une opération d'aménagement dans la petite couronne parisienne restant à démontrer. En outre, le protocole d'août 2004, non modifié sur ce point par l'avenant de décembre, conférait à Icade le droit d'exercer le call *ad nutum*. Enfin, l'exercice du call non seulement n'aurait pas pénalisé financièrement les détenteurs d'ORA qui auraient alors été dédommagés de leur coût de portage mais encore aurait permis aux investisseurs irlandais de réaliser une plus-value de 10,1 M€.

Le second argument était le risque d'un contentieux. Le représentant des investisseurs irlandais a soulevé l'argument du non-respect d'un délai de préavis ; certes, le protocole initial en prévoyait un mais l'avenant postérieur régissant les promesses croisées n'y faisait plus référence et ce motif de contentieux avait donc peu de chances de prospérer. Le principal grief susceptible d'être soulevé était celui de la sous-évaluation de l'ANR par rapport auquel devait être calculé le prix de rachat par Icade. Le caractère au moins partiellement conventionnel du calcul aurait exposé les deux parties à un aléa judiciaire, et pu conduire éventuellement l'administration fiscale à remettre en cause la base de calcul de l'exit tax acquittée au moment du passage d'EMGP sous le statut de SIIC, le délai de reprise n'étant pas alors expiré.

¹² Montant correspondant à l'écart de prix résultant de l'option d'achat et le cours de bourse d'Icade EMGP à la date de tenue du conseil d'administration.

¹³ Conseil d'administration du 24 mai 2006.

Ont été enfin invoqués le risque de réputation résultant de la seule existence d'un contentieux et l'idée selon laquelle il aurait été contreproductif d'apparaître « chasser » des minoritaires peu de temps après l'introduction en bourse d'Icade.

C. LA DÉCISION DE RACHAT DES ORA PAR ICADÉ EN SEPTEMBRE 2006

Or, quatre mois plus tard, lors du conseil d'administration du 19 septembre 2006, le président d'Icade annonçait que la société envisageait désormais de racheter les ORA des EMGP¹⁴. Cette orientation résultait d'une instruction écrite expresse du directeur général de la Caisse des dépôts, présent lors de cette réunion du conseil.

Il ressort des discussions du comité d'investissement que ce rachat a alors été justifié par le souci de supprimer tout risque de dilution du capital des filiales d'Icade et d'améliorer la lisibilité des structures de détention.

De fait, en l'absence de rachat des ORA émises par EMGP et Foncière des Pimonts, le contrôle d'Icade sur ses filiales aurait mécaniquement diminué car elle n'aurait plus détenu à terme que 72,04 % des EMGP et 72,22 % de Foncière des Pimonts ; une part supplémentaire de son *cash-flow* lui aurait ainsi échappé. Cependant, ces difficultés, nées de l'introduction en bourse en mars 2006, pouvaient être appréhendées dès ce moment et même dès la préparation de cette introduction qui a commencé en 2005. Les arguments relatifs au risque de dilution étaient a fortiori déjà valables en mai 2006, quand la décision de non exercice du call avait été prise ; ils n'avaient pourtant pas été évoqués alors au sein du conseil d'administration.

Icade a précisé, au moment du rachat des ORA, que cette opération ne traduisait aucune volonté de « faire sortir » définitivement les investisseurs, mais devait s'accompagner de leur reclassement au niveau d'Icade au moyen d'une cession de titres détenus par la CDC.

Avant toute discussion au conseil, il avait été demandé à une banque conseil de procéder à une valorisation des ORA. Elle avait remis son rapport, le 4 septembre 2006.

Le conseil d'administration d'Icade réuni le 19 septembre 2006, a approuvé à l'unanimité le projet de rachat des ORA émises par EMGP, en acceptant de payer une prime pouvant aller jusqu'à 25 % en sus du cours de bourse, soit au-delà de ce qu'avait recommandé la banque conseil (de 0 à 20 %). La négociation engagée tout au long du mois précédent a été conclue rapidement. Le prix de vente a été fixé à la moyenne des cours de clôture des 20 derniers jours de bourse se terminant le 18 septembre 2006 augmenté d'une prime de 20 %. Les contrats de cession des ORA détenues par City North ont été signés le 21 septembre sur la base d'un prix de cession unitaire de 916,20 € par ORA soit une valeur de l'action Icade EMGP de 91,62 €.

Le prix total du rachat des ORA à City North s'est élevé à 135,2 M€. City North, qui aurait réalisé en mai une plus-value de 10,2 M€, a ainsi pu réaliser en septembre une plus-value de 84,3 M€, soit 74,2 M€ de plus.

¹⁴ « Le président rappelle que le conseil d'administration du 24 mai 2006 a donné son accord pour que l'option de rachat des ORA d'Icade Emgp dont disposait Icade jusqu'au 31 mai 2006 auprès de City North, ne soit pas exercée. Cette décision avait été prise au vu du partenariat efficace conclu avec City North. Par ailleurs, ce dernier risquait d'attaquer une telle décision qui, selon lui, n'entrerait pas dans l'esprit de la coopération fructueuse actuellement conduite. Le président déclare assumer la position qu'il avait prise à l'époque ».

Tableau n° 8 : Plus-values de cession des ORA EMGP

ORA EMGP cédés par City North et Forum à Icade	Date d'émission	Taux d'intérêt	Valeur nominale	Valeur vénale	Coût de cession par City North à Icade	Coût de cession par Forum à Icade	Total décaissé par Icade auprès de City North et Forum	Plus-Value dégagee par City North	Plus-Value dégagee par Forum
	avr-04	4,20%	325	916,20	24 370 920	13 802 553	38 173 473	15 193 920	8 906 428
	nov-04	4,20%	340	916,20	110 860 200	20 792 243	131 652 443	69 115 200	13 076 283
Situation au 21-09-2006				1 832	135 231 120	34 594 796	169 825 916	84 309 120	21 982 711

Source : Icade

La référence retenue pour la valorisation a été le cours de bourse sous-jacent des EMGP alors que, de l'avis unanime des experts, la méthode de valorisation pertinente pour les sociétés foncières est celle de l'actif net réévalué (ANR) ; de surcroît, selon le rapport de la banque conseil, la capitalisation boursière des EMGP avant cette opération faisait ressortir une prime de 44 % par rapport à l'ANR contre une prime moyenne de 23 % pour l'échantillon des sociétés comparables. En outre, la faiblesse du flottant du titre EMGP (5,94 %) rendait son titre peu liquide¹⁵. Par conséquent, « la possibilité offerte aux porteurs d'ORA de remonter au niveau d'Icade constituait une opportunité de se repositionner dans le groupe sur un instrument offrant une réelle liquidité tout en conservant une exposition au développement d'EMGP¹⁶ ». Ce facteur n'a pas été intégré dans la valorisation.

La direction de la stratégie et des finances de la CDC¹⁷ relevait d'ailleurs que le prix d'acquisition des ORA « représentait une prime sur l'ANR de 80 %, quand la moyenne observée sur le marché français est de 25 % ».

La comparaison avec les conditions de rachat des ORA de Foncière des Pimonts détenues par un fonds néerlandais (PGGM)¹⁸ corrobore le niveau élevé du prix de rachat des ORA EMGP à City North : lors du rachat des ORA de Foncière des Pimonts, le 29 juin 2007, la prime par rapport au cours de bourse n'a été que de 10 % et le cours de bourse extériorisait une prime limitée de 13 % par rapport à l'ANR au 31 décembre 2006. PGGM a obtenu une prime de 21 % par rapport à l'ANR du 30 juin 2007, à rapprocher de la prime de 74 % offerte à City North.

Si City North n'avait pas vendu les ORA qu'elle détenait dans EMGP, celles-ci auraient été remboursées en actions dès le 2 mai 2007 et elle serait devenue, à la suite de l'opération de fusion entre Icade et ses quatre sociétés foncières intervenue le 30 novembre 2007, actionnaire de la société fusionnée. Cette parité aurait légèrement été moins favorable à City North que celle retenue dans le rachat des ORA. City North a ainsi bénéficié d'un pourcentage de détention supérieur de 10 % à celui qu'elle aurait obtenu dans le cadre de la fusion Icade-EMGP : le rachat des ORA s'est fait sur la base de 2,2 actions Icade pour une action EMGP alors que la fusion s'est faite sur la base de 2 actions Icade pour une action EMGP.

¹⁵ « La participation de City North représenterait près de 3 000 jours de bourse sur la base des volumes actuellement échangés ». La banque conseil dans son rapport du 4 septembre 2006 indique qu'une décote d'illiquidité pourrait même être facturée aux porteurs d'ORA.

¹⁶ Rapport de la banque conseil.

¹⁷ Note du 15 septembre 2006.

¹⁸ Les négociations avec PGGM avaient cependant échoué en septembre 2006.

D. L'INVESTISSEMENT DE NPRE

Afin de reclasser au niveau d'Icade les détenteurs d'ORA, le rachat des ORA d'Icade EMGP s'est accompagné de la cession d'un bloc d'actions Icade par la CDC, le 17 octobre 2006, à un prix par action d'Icade de 41,5 €. La Caisse des dépôts a ainsi cédé ses actions Icade à un prix fortement majoré par rapport au cours d'introduction en bourse, ce qui lui a permis de dégager une importante plus-value (41,5 moins 28 soit 13,5 € par action cédée).

Ce réinvestissement des opérateurs irlandais dans Icade ne s'est pas fait par échange de titres mais par paiement des ORA en numéraire par Icade à City North puis rachat en numéraire d'actions Icade par un nouveau véhicule regroupant une partie des investisseurs initiaux de City North, dénommé North Paris Real Estate (NPRE), les deux mouvements pour le même montant de 135 M€. Ce ne sont pas exactement les mêmes investisseurs qui ont participé aux deux phases de l'opération, ni juridiquement (puisque City North a disparu après le rachat des ORA et qu'une nouvelle société, NPRE, a été fondée pour souscrire les actions Icade) ni personnellement (puisque l'un des actionnaires de City North n'a pas fait partie du tour de table de NPRE).

La piste d'un échange de titres (actions Icade contre ORA EMGP), sans passage par le numéraire avait été explorée mais avait été, en définitive, écartée en raison de l'obligation qu'il y aurait eu alors de procéder également à une offre sur les actions EMGP, mouvement qui aurait remis en cause sa cotation et par conséquent son statut de SIIC.

Le passage par le numéraire a permis aux parties prenantes de City North, après remboursement des deux banques qui leur avaient consenti un emprunt pour acheter les ORA (pour un montant de 53 M€), de se partager la différence, soit 82 M€. Les actionnaires de NPRE ont ensuite emprunté la quasi-totalité des fonds nécessaires à l'achat des actions Icade, en nantissant auprès de la banque prêteuse les titres achetés et en bénéficiant d'une contre-garantie d'un autre établissement financier. NPRE s'est trouvé ainsi détenir 3,47 % du capital d'Icade.

En définitive, il ressort de ces opérations qu'Icade a fait rentrer à son capital des investisseurs irlandais sans effectuer les vérifications d'usage préalables à la conclusion d'un partenariat financier. La société a, en outre, dépensé 74,2 M€ de plus en septembre 2006 pour racheter les ORA détenues par ces investisseurs qu'elle ne l'aurait fait en mai 2006. Il en est résulté un préjudice financier pour Icade et pour ses actionnaires, au premier chef son actionnaire majoritaire, la CDC. Le fait qu'Icade ait pu, avec l'aval de la CDC, prendre des décisions mal justifiées et défavorables à son intérêt social et à celui de la Caisse, témoigne de défaillances dans la gouvernance en place à l'époque des faits, tant au niveau d'Icade que de la CDC.

IV. L'ADOPTION DU STATUT DE SOCIÉTÉ D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER COTÉE (SIIC) ET LA FUSION

Les SIIC sont des sociétés cotées dont l'objectif est la distribution de dividendes à travers la gestion et la valorisation d'un patrimoine immobilier. En vertu d'un principe de « transparence fiscale », elles ne sont pas imposées sur leurs bénéfices ; en contrepartie elles distribuent à leurs actionnaires sous forme de dividendes une très large part (plus des trois quarts) de leurs résultats. Les actionnaires sont imposés sur ces dividendes au titre de l'impôt sur le revenu. De surcroît, le régime SIIC, prévu à l'article 208 C du code général des impôts,

facilite les arbitrages au sein d'un portefeuille d'actifs immobiliers puisqu'il permet l'exonération de la taxation sur les plus-values. Toutefois, les SIIC ne peuvent pas bénéficier du régime des sociétés mères et filiales.

Les SIIC offrent des produits destinés à des investisseurs qui privilégient un complément de revenu sous forme de dividendes plutôt qu'un potentiel de hausse de la valorisation de leur portefeuille boursier. Cela ne signifie cependant pas qu'elles ne se valorisent pas en bourse sur le long terme, mais il est évident que des sociétés qui distribuent la quasi-totalité de leur résultat ne peuvent prétendre à la même croissance que celles qui distribuent peu et investissent beaucoup.

A. LES PRÉMICES

La Caisse a placé sa filiale Icade EMGP (EMGP) sous le régime SIIC dès 2003, avec effet rétroactif au 1^{er} janvier de l'exercice puis en 2004 la société Icade Foncière des Pimonts (IFDP).

La question de l'intérêt pour ICADE d'opter pour le régime SIIC a été examinée par la Caisse et la société elle-même avant son introduction en bourse. L'éligibilité d'ICADE au régime SIIC n'était pas alors acquise en raison notamment de la part importante d'activités dites « accessoires » au sens du régime SIIC (promotion et services) et du fait qu'elle détenait deux filiales cotées ayant déjà opté pour le régime SIIC (Foncière des Pimonts et EMGP). L'option pour le statut de SIIC aurait contraint Icade à renoncer à sa stratégie de l'époque, le développement d'un opérateur global, présent dans tous les métiers de l'immobilier.

Après l'entrée en bourse d'Icade, trois sociétés cotées (dont deux SIIC) coexistaient dans le même groupe, ce qui en brouillait la lisibilité aux yeux des investisseurs. Il en résultait, en outre, des coûts supplémentaires. Icade, non SIIC, détenait des participations majoritaires dans les deux SIIC, EMGP et Foncière des Pimonts, principales sources de résultat, mais ses taux de participation devaient à terme être réduits du fait des modifications apportées au régime des SIIC à compter du 1^{er} janvier 2007 (SIIC 4)¹⁹ qui imposaient le passage du flottant à 15 % et la limitation du taux de participation majoritaire à 60 % à compter du 1^{er} janvier 2009.

Bien que la première session du conseil d'administration d'Icade où le changement de statut a été clairement évoqué ne remonte qu'au 12 avril 2007, le rachat des obligations remboursables en actions (ORA) émises par Foncières des Pimonts (FDP) et EMGP décidé au cours de sa séance du 19 septembre 2006 peut être analysé comme une première mesure de la restructuration du groupe. Ce rachat permettait à Icade d'éviter une dilution et de s'assurer un meilleur contrôle de ses filiales ; il préfigurait donc la fusion ultérieure qui permettait de créer une structure cotée unique contrôlant intégralement ses filiales, sans actionnaire minoritaire.

¹⁹ Obligations reportées au 1^{er} janvier 2010 par la loi de finances pour 2009

B. LES PRINCIPALES ÉTAPES

La décision de principe a été prise par le conseil d'administration dans sa séance du 12 juin 2007. Le président directeur général d'Icade a présenté le plan à moyen terme de la société conçue comme « développeur immobilier intégré »²⁰ et en a déduit que le passage sous le statut de SIIC s'imposait. Le directeur général de la Caisse des dépôts a indiqué que, compte tenu de l'évolution du secteur immobilier et de l'environnement économique, financier et réglementaire d'Icade (notamment au vu de l'évolution du régime SIIC), le comité stratégique avait donné un avis favorable à l'extension du régime SIIC au sein d'Icade dès l'exercice 2007.

Il a, par ailleurs, souligné qu'à court terme, le passage au régime SIIC prévu à l'article 208 C du code général des impôts représentait un manque à gagner significatif pour la Caisse des dépôts, en raison du paiement d'un impôt libératoire lors de la sortie du régime normal d'imposition à l'impôt sur les sociétés [d'où le terme "d'exit tax"]²¹, mais « qu'il permettrait de concilier sur la durée les intérêts d'Icade et de la Caisse des dépôts, le coût de "l'exit tax" et la baisse de résultat net part du groupe trouvant une contrepartie dans l'augmentation de la valeur de la société et une amélioration sensible du résultat à compter de 2009 ».

Par rescrit du 26 juillet 2007, la DLF a avalisé le principe de la fusion à l'envers entre Icade et sa filiale Icade EMGP (déjà SIIC), à titre rétroactif au 1er janvier, valant entrée dans le régime SIIC des actifs éligibles apportés pour le calcul de l'"exit tax" par les sociétés Icade Foncière Publique et Icade Patrimoine.

Au cours de la séance du 19 octobre 2007, le président d'Icade a informé le conseil d'administration qu'il avait déposé le traité de fusion le 27 septembre 2007 et que l'AMF avait confirmé qu'il n'était pas nécessaire de procéder à une offre publique de retrait sur les titres Icade, FDP et EMGP. Il a été décidé de soumettre le projet aux assemblées générales des actionnaires des sociétés Icade EMGP, Icade, Icade Foncière des Pimonts, Icade Foncière Publique et Icade Patrimoine

Ces assemblées se sont tenues le 30 novembre 2007. Au 30 novembre au matin, Icade détenait 86,2 % du capital d'Icade EMGP, 92,9 % d'Icade FDP, 99,6 % d'Icade Patrimoine et 100 % d'Icade Foncière Publique. À l'issue des fusions et après approbation par les assemblées générales, Icade EMGP a absorbé ses trois sociétés sœurs puis sa société mère pour ne plus former qu'une seule entité nommée Icade. Dans l'opération, la Caisse des dépôts a vu son pourcentage de détention de capital et de droits de vote d'Icade (tête de sous-groupe) descendre de 64,7 % à 61,6 %.

²⁰ L'objet devait en être de « développer de manière soutenue les investissements dans des produits immobiliers à rentabilité supérieure à celle observée sur le marché »... « Les activités de promotion et de service devaient ainsi orienter une part croissante de leur production vers des projets d'investissements destinés à être portés durablement par Icade : investissement dans le logement locatif, renforcement du développement des foncières tertiaires, développement mesuré de la promotion, administration de biens recalée dans les régions où la promotion se développe.

²¹ L'option pour le statut de SIIC de l'article 208 C du code général des impôts valant, en application du deuxième alinéa de l'article 221 du même code, cessation d'entreprises, et donc paiement [selon des modalités spécifiques, voir *infra*] d'un impôt sur les sociétés au taux des plus-values à long terme de l'article 219 du même CGI appliqué aux plus-values latentes attachées aux immeubles entrant dans le régime.

L' "exit tax" calculée sur la valeur des actifs au 1er janvier 2007 et payable au titre des exercices 2007 à 2010 a été estimée à 228,7 M€ en valeur actualisée à la date de fusion du 30 novembre 2007 et prise en charge sur l'exercice en cours, les opérations de fusion étant réalisées à la valeur comptable. En contrepartie, l'économie fiscale potentielle (constituée par l'absence de taxation à l'impôt sur les sociétés des loyers futurs, voire des plus-values sur les cessions) a été estimée à 55 M€ en montant annuel sur les cinq années suivantes, tout en permettant une économie d'impôt dès 2007, compte tenu de la rétroactivité au 1er janvier de l'exercice.

PARTIE II : LA RÉORIENTATION DE L'ACTIVITÉ D'ICADE

La cotation, la fusion et la transformation en SIIC ont entraîné une réorientation profonde de l'activité, avec l'abandon de pans entiers des activités antérieures. Depuis 2007, la société s'est hissée au premier rang des foncières de bureaux en Europe. Elle a acquis une taille critique et son modèle d'affaires, centré sur le secteur de l'immobilier de bureaux qui a une rentabilité moyenne de 7 %, est devenu plus lisible.

I. LA SITUATION DE DÉPART (2007)

A. UNE ACTIVITÉ TRÈS DIVERSIFIÉE

Icade, comme avant elle la SCIC, s'était toujours définie comme un opérateur intégré, présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur des métiers des trois grands secteurs que sont le logement, le tertiaire (bureaux, commerces) et la branche « Public et santé ». Le tableau ci-dessous présente l'organisation opérationnelle du groupe Icade en France et à l'international qui résultait de cette conception.

Tableau n° 9 : Organisation opérationnelle du groupe avant sa transformation

Mission/secteur	Logement	Tertiaire	Public et santé
Concevoir et développer (promotion)	Icade Capri	IcadeTertial	Icade G3A
Investir, entretenir, arbitrer (foncière)	Icade Patrimoine	Icade EMGP Icade Foncière des Pimonts Icade REIT	Icade Foncière publique
Exploiter et gérer (services)	Icade Administration de bienS	Icade Eurogem/Icade Gestion tertiaire Icade Conseil Icade Arcoba Icade Italia Icade Benelux Immobiliara CDC IMSI New Real	Icade 3GA Icade Setrhi-Setae

Source : Documents de référence Icade - Exercice 2006

Or, la nature de ces activités était différente, l'activité foncière ayant un caractère stable par rapport à la promotion, structurellement cyclique. La rentabilité de ces métiers était très inégale. Le tableau ci-dessous retrace, à partir des comptes consolidés, le chiffre d'affaires, l'excédent brut opérationnel (avant notamment imputation des dotations aux amortissements et des opérations de cessions) et le résultat opérationnel (avant imputation des résultats financiers et de l'impôt sur les sociétés) par secteurs puis métiers au sein des secteurs.

Tableau n° 10 : Décomposition des résultats 2006 par métiers

M€ et %	Chiffres d'affaires		EBOpérationnel		RO (avant impôt)		Effectifs
Secteurs	M€	%	M€	%	M€	%	Nombre
1. Logement	847,1	64%	145,3	55%	152,5	47%	1 947
Promotion	553,3	42%	69,2	26%	68,5	21%	327
Foncière (Icade Patrimoine et ses filiales)	203,4	15%	75,6	29%	87,3	27%	669
Services (administration de biens) et divers	90,4	7%	0,5	0%	-3,3	-1%	951
2. Tertiaire	352,3	27%	118	45%	170,9	54%	1 083
Promotion	126	10%	16	6%	16,4	5%	34
EMGP	62,8	5%	50	19%	)	)	43
Foncière des Pimonts	51,7	4%	45,8	17%	) 154,,2)	49%	5
Icade REIT	5,8		4,8	2%	)	)	0
Services et divers	106	8%	1,4	1%	0,3	0	1 001
3. Marchés publics et santé	124,3	9%	8,7	3%	7,5	2%	438
Promotion	68,6	5%	3,4	1%	3,4	1%	27
Icade Foncière publique	3,9	0%	3,1	1%	3,1	1%	0
Services et divers	51,8	4%	2,2	1%	1	0%	411
4. Autres	3,5	0%	-9,7	-3%	-11,4	-3%	0
Total (1)+(2)+(3)+(4)	1 327,20	100%	262,3	100%	319,5	100%	3 468

Source : documents de référence Icade 2006, présentation Cour

Il en ressort que, malgré des tentatives de croissance dans des secteurs variés, menées au cours des exercices passés, les résultats du groupe Icade dépendaient principalement, en 2006, de l'activité foncière.

Au sein même de l'activité foncière, d'importants écarts en termes de rentabilité existaient en 2006 entre le secteur du logement (Icade Patrimoine) et le secteur tertiaire (Foncière des Pimonts, EMGP).

Tableau n° 11 : Rentabilité de l'activité locative par secteur au titre de l'exercice 2006

	Chiffre d'affaires	Excédent brut opérationnel	Résultat opérationnel	Valeur d'expertise **	Actif net réévalué (ANR)	Part d'Icade d'ANR	Effectifs
	M€	M€	M€	M€	M€	M€	Nombre
Secteur logement							
Foncières Icade Patrimoines et ses filiales	203,4	75,6	87,3	1 901,10	1248	1243	669*
Secteur tertiaire							
EMGP	62,8	50)		1 229,70	813,4	700,3	43
Foncière des Pimonts	51,7	45,8)	154,2	707,3	823,6	594,6	5
Icade REIT	5,8	4,8)		371,6	241,8	241,8	0

*dont 60 % en personnel de proximité (gardiens d'immeubles, responsables de sites...)

**pour mémoire, valeur arrêtée à la demande d'Icade

Sources : document de référence Icade 2006 – Cour des comptes

À la fin de l'année 2006, au vu du document de référence d'Icade, le résultat opérationnel de l'activité foncière logement (avant résultat financier et impôt sur les sociétés) était déjà, en valeur absolue, inférieur de moitié à celui de l'activité foncière tertiaire.

Cette situation découlait de causes liées à la nature même de ces marchés : les taux de rendement de l'activité logement sont, en Île-de-France, structurellement inférieurs à ceux de l'immobilier commercial (bureau, commerces...), pour des raisons multiples : rareté et cherté des assiettes foncières, niveau des droits de mutations, réglementation des loyers qui a conduit certains investisseurs à se désintéresser du secteur pour le laisser aux particuliers et aux bailleurs sociaux. Elle résultait aussi de l'impact de la fiscalité sur les résultats de chacune de ces sociétés (SIIC exonérées d'IS pour EMGP et Foncières des Pimonts, sociétés imposables à l'IS pour Icade Patrimoine).

B. LA SITUATION SPÉCIFIQUE DU LOGEMENT

Dans les années 1950 et 1960, la Caisse des dépôts, par l'intermédiaire de la SCIC (Société Centrale Immobilière de la Caisse) avait construit de nombreux logements, tous considérés comme des logements sociaux, indépendamment de leur statut et de leur mode de financement : une partie relevait du secteur HLM proprement dit, une autre, détenue par des SCI, avait été financée en « libre conventionné » (1 % logement et prêts de la Caisse). Certains faisaient partie de vastes ensembles dits « quartiers Caisse des dépôts » (Saint-Denis, Sarcelles, Arcueil-Cachan,...).

Quand ces immeubles ont commencé à nécessiter d'importants travaux d'entretien lourd, la loi n° 77-1 du 3 janvier 1977 portant réforme de l'aide au logement a permis que tous les logements de la SCIC, indépendamment de leur mode de financement initial et de leur statut, bénéficient pour leur réhabilitation du financement HLM de droit commun (PALULOS), ce qui impliquait en contrepartie leur conventionnement. Tout ce patrimoine (plus de 200 000 logements locatifs) a donc été conventionné pendant la durée des prêts PALULOS²² (15 ans).

À l'expiration de ces prêts²³, la SCIC s'est engagée, à la fin des années 1990, dans une politique de dé-conventionnement, accompagnée d'une hausse des loyers, ou du laissé à charge des locataires. La loi relative à la solidarité et au renouvellement urbain (SRU) avait d'abord maintenu l'obligation du conventionnement mais le Conseil constitutionnel avait censuré cette disposition, le 7 décembre 2000²⁴. Icade a donc poursuivi cette politique et signé en février 2004 un protocole d'accord avec les principales confédérations de locataires, instaurant des mesures d'accompagnement des augmentations de loyers.

²² Prime à l'amélioration des logements à usage locatif et à occupation sociale

²³ Les « sociétés immobilières à participation majoritaire de la CDC » ont été exclues du bénéfice de ces prêts dans la mesure où elles ont pu solliciter les subventions de l'ANAH (décret n° 2001-351 du 20 avril 2001).

²⁴ « considérant que les logements auxquels s'applique la disposition contestée appartiennent au groupe de la CDC et sont gérés en partie dans le cadre des activités concurrentielles de cette dernière ; considérant que la possibilité pour toute personne de disposer d'un logement décent constitue un objectif de valeur constitutionnelle ; que toutefois la disposition critiquée n'apporte pas en l'espèce à la réalisation de cet objectif une contribution justifiant que soit portée une atteinte aussi grave à l'économie de contrats légalement conclus ».

En vue de se désengager du logement social, Icade a cédé, en mai 2005, sa participation dans SCIC-Habitat (logements sociaux de SCIC Île-de-France, aujourd'hui OSICA, et d'une douzaine d'entreprises sociales pour l'habitat (ESH) de province) à la SNI, qui a racheté parallèlement la participation de la Caisse dans cette entité. Le critère de partage a été purement juridique : les logements ayant le statut de logement social ont été transférés à la SNI, devenu le pôle immobilier d'intérêt collectif de la Caisse des dépôts²⁵, tandis que ceux qui ne bénéficiaient pas de ce statut, fussent-ils « sociaux » de fait, ont été conservés dans le patrimoine d'Icade. À l'issue de ces transferts, au 31 décembre 2005, Icade patrimoine comptait près de 45 000 logements répartis en un millier de bâtiments localisés dans une cinquantaine de communes et huit départements franciliens²⁶.

À la fin de l'année 2006, plus des trois quarts du parc avaient rejoint le secteur de droit commun ou « libre », à la suite de la dénonciation des conventions²⁷ à l'issue des baux : les baux se répartissaient au 31 décembre 2006 entre 76 % de baux de droit commun²⁸ et 24 % de baux conventionnés²⁹ (sur la base des sorties de conventionnement décidées au 31 décembre et effectives au 31 juillet 2007).

Toutefois, la politique de déconventionnement et les hausses de loyer pratiquées par Icade avaient suscité des réactions négatives notamment des collectivités locales sur le territoire desquelles étaient implantés les logements concernés. Les risques de sortie massive de logements du secteur social ont amené le gouvernement, par l'article 61 de la loi ENL (engagement national pour le logement) du 13 juillet 2006 modifiant l'article L. 411-5 du code de la construction et de l'habitation (qui vise expressément le patrimoine de logements locatifs conventionnés ou anciennement conventionnés appartenant aux sociétés immobilières à participation majoritaire de la Caisse des dépôts et consignations), à encadrer le dispositif de dé-conventionnement. Cet article disposait, avec application immédiate, que les logements dont la convention APL venait à expiration devaient rester soumis pendant six ans aux plafonds de loyers fixés pour les logements financés à l'aide de prêts locatifs sociaux (PLS), dès lors que le locataire restait en place. Au départ de celui-ci, en revanche, le loyer pouvait être fixé selon les dispositions de l'article 17 de la loi du 6 juillet 1989, c'est-à-dire librement. À la fin de l'année 2006, plus de la moitié des loyers étaient, en fait, encore plafonnés. Le loyer mensuel par m² habitable (hors charges) était de 6,01 €, soit 6,26 € pour les baux de droit commun et 5,22 € pour les baux dits conventionnés.

²⁵ La SNI a intégré au même moment la SCET (filiale de services aux SEM et collectivités locales), Icade-Cités, assurant la gestion de SEM immobilières) et GFF-Habitat (administration de biens de SEM immobilières).

²⁶ Patrimoine de logements datant pour l'essentiel des années 50 et 60, avec un âge moyen de 46 ans.

²⁷ Les conventions conclues par Icade (et auparavant la SCIC) sur le fondement de l'article L. 351-2 du code de la construction et de l'habitation ont été de quatre types : PALULOS (prime à l'amélioration des logements à usage locatif social), PLA (prêt locatif aidé), PCL (prêt conventionné locatif) et ANAH (Agence nationale pour l'amélioration de l'habitat). Les conventions de type PLA, PCL et ANAH n'ont, en définitive, porté que sur une part marginale du parc. L'attribution de ces logements et les montants des loyers s'y rapportant sont fonction du montant des revenus des postulants et non plus du montant des loyers pratiqués dans le secteur

²⁸ Baux régis par la loi n° 89-462 du 6 juillet 1989 et aux loyers dits « libres » fixés selon la nature et l'état des locaux par rapport aux pratiques du voisinage et évoluant en fonction de l'indice IRL

²⁹ 33 375 baux de droit commun et 11 535 baux conventionnés

Tableau n° 12 : Calendrier d'échéance des baux à fin 2006

Année	Baux de droit commun*	Baux conventionnés**
2006	0	67
2007	3 210	8 506
2008	6 421	619
2009	3 601	0
2010 et plus	20 052	1 529
Total	33 284	10 721

(*) hors incidences liées à d'éventuels cessions et changement de locataires

(**) Sortie de conventionnement effective au 31 juillet de l'année n+1

Sources : document de référence Icade 2006

L'article 61 de la loi du 13 juillet 2006 faisait obstacle à une augmentation à court terme du montant des loyers. Cette disposition, en freinant la rentabilité de la société, a plutôt confirmé Icade dans l'intention de vendre les logements concernés, de préférence à des bailleurs sociaux, qui n'avaient pas vocation à les déconventionner, et n'étaient donc pas gênés par cette disposition.

Dans son document de référence relatif à l'exercice 2006, Icade indiquait avoir « décidé d'engager plus avant sa réflexion visant au reclassement dans le secteur social de la partie conventionnée de son parc locatif » et qu'« une large consultation avait été lancée au cours de l'été visant à céder à des opérateurs du logement social ce patrimoine spécifique ». Icade annonçait que cette cession pourrait porter sur 9 000 logements.

II. LA CESSIION DU PATRIMOINE LOGEMENT

A. LE « DÉCRET ICADE »

Le décret n° 2007-896 du 15 mai 2007, relatif à « l'attribution de prêts pour la construction, l'acquisition et l'amélioration de logements locatifs et modifiant le code de la construction et de l'habitation », communément appelé « décret Icade », est venu faciliter les projets d'Icade en solvabilisant la demande potentielle des bailleurs sociaux.

Ce décret concerne exclusivement le patrimoine de logements locatifs conventionnés ou anciennement conventionnés appartenant aux sociétés immobilières à participation majoritaire de la Caisse des dépôts et consignations visé à l'article L. 411-5 du code de la construction et de l'habitation.

Il introduit plusieurs mesures dérogatoires en faveur du patrimoine d'Icade.

a) Il l'exonère des dispositions du régime commun de financement du logement social interdisant en principe que les mêmes logements puissent bénéficier deux fois d'un financement de type social.

b) Il module la quotité des prêts de la catégorie PLS consentis par la Caisse des dépôts. En règle générale, celle-ci ne peut pas être inférieure à 50% du prix de revient [par opération]. Le décret prévoit que cette quotité pourra, en l'occurrence, être inférieure à 30 % du total de l'opération, sans plancher, si bien que le montant du PLS pourra à la limite, être très faible. Le décret instaure donc un prêt spécifique « Icade – PLS » ou « PLS – Rachat de patrimoine » L'avantage de cette mesure pour les acheteurs est que le PLS constitue une ressource d'un

coût relativement élevé par rapport à celui d'autres prêts aidés, au regard du niveau des loyers à percevoir, compte tenu des plafonds de ressources fixés par le décret. La réduction de la quotité de PLS permet d'y associer d'autres types de financement, moins onéreux, par exemple des prêts PEX³⁰.

c) L'éligibilité au PLS ouvre l'avantage fiscal lié à ce type de prêt, soit l'exonération de taxe foncière sur les propriétés bâties (article R. 331-17 du code de la construction et de l'habitation), alors que les logements concernés, puisqu'ils avaient déjà reçu un financement de l'État, n'auraient pas dû bénéficier à nouveau de ce régime.

Le décret dispose que les opérations devront être réalisées par les organismes concernés dans un délai de six ans à compter de l'entrée en vigueur du décret, délai calqué sur celui de la sortie en biseau du conventionnement, sur la même période, du parc détenu par les filiales de la CDC mentionnées à l'article L. 411-5 du code de la construction et de l'habitation tel que modifié par l'article 61 de la loi n° 2006-872 du 13 juillet 2006 portant engagement national pour le logement (ENL).

L'accent a été mis, dans la présentation des finalités de ce texte par les autorités administratives et gouvernementales, sur le fait que ce décret visait à préserver le « caractère social » des logements vendus par Icade.

Ainsi, la circulaire n° 2007-37 UHC/IUH2 du ministre de l'emploi, de la cohésion sociale et du logement, en date du 16 mai 2007, relative à la mise en œuvre de la politique du logement et à la programmation des financements aidés de l'État pour 2007 indique que ce décret est précisément destiné à encadrer les transferts de patrimoine tels que celui envisagé en l'espèce « afin de maintenir la nature et l'occupation sociales de logements appartenant aux sociétés immobilières à participation majoritaire de la CDC ».

Le "décret Icade" a donc eu pour premier objectif de faciliter le rachat par des bailleurs sociaux. Les communes d'implantation des logements pouvaient y trouver un intérêt supplémentaire. Ces opérations, en accroissant mécaniquement la proportion de logements sociaux sur leur territoire, rendaient plus aisée la satisfaction des objectifs de la loi SRU. Si elles étaient confrontées au risque d'une diminution de leurs ressources fiscales du fait de l'exonération de TFPB sur les immeubles acquis, une compensation par l'État avait été prévue et sera inscrite dans la LFI pour 2010.

Le décret du 15 mai 2007 a ainsi créé des conditions favorables à la cession des logements d'Icade aux bailleurs sociaux. Il ne déterminait pas cependant le rythme de cession, puisqu'il ouvrait un délai de six ans (soit jusqu'au 15 mai 2013).

B. LES PREMIÈRES ÉTAPES DU DÉSENGAGEMENT DU LOGEMENT SOCIAL

Les cessions de logements se sont accélérées à compter de 2007, dans l'optique non plus seulement de l'arbitrage de portefeuille mais d'un désengagement de l'activité. Une motivation supplémentaire des cessions était de soutenir le résultat d'Icade grâce aux produits de cession.

³⁰ Prêts PEX : prêts dits « expérimentaux » distribués par la Caisse des dépôts à partir des ressources des fonds d'épargne selon les mêmes principes que les prêts conventionnés PLUS, PLAI et PLS sans en avoir ni l'appellation ni les mêmes effets notamment en matière fiscale (la souscription de PEX ne donne pas droit à exonération de TFPB).

Tableau n° 13 : Les cessions de logements effectuées au cours de la période 2005/2008

Exercice	2005	2006	2007	2008
Nombre de logements cédés	625	780	3 329	5 164
dont à l'unité	283	227	198	300
dont en bloc	342	553	3 131*	4 864**
Loyer moyen du stock en fin de période/libre (€/m²)		6,26	6,57	7,22
Loyer moyen du stock en fin de période/conventionné (€/m²)		5,22	5,31	5,69
Nombre de m² de logements vendus		45 283	191 621	295 809
dont à l'unité		14 288	12 833	17 947
dont en bloc		30 995	178 788	277 862
Prix de vente moyen des logements (€/m²) à l'unité		1 750	2 033	1 996
Prix de vente moyen des logements (€/m²) en bloc		690	753	964
Produit des cessions y compris les commerces en pied d'immeubles (M€)		44,8	163,7	308,9
Produits de cession hors commerces			158	299
dont à l'unité		23,3	24,6	35,8
dont en bloc		21,5	139,1	273,1

*dont 76% conventionnés

**dont 68% conventionnés

Sources : Icade, rapport expert indépendant « Associés en finances »

À la suite de ces cessions, le patrimoine de logements d'Icade a évolué comme suit:

Tableau n° 14 : Composition du parc de logements d'Icade, 2005-2008

	31/12/2005	30/06/2006	31/12/2006	30/06/2007	31/12/2007	30/06/2008	31/12/2008
Nombre de logements	44 793	44 518	44 005	41 478	40 659	39 589	35 636
Nombre de m²	2 643 956	2 607 261	2 578 701	2 439 106	2 390 316	2 332 887	2 102 949
Nombre de beaux conventionnés	11 741	11 544	10 695	8 864	8 337	7 317	3 246
Nombres de beaux libres	33 052	32 974	33 310	32 614	32 322	32 272	32 390
Valeur d'expertise en M€	1 427	1 509	1 889	2 109	2 582	2 910	2 935
ANR de liquidation d'Icade Patrimoine	856,1	921,8	1 248,20	1 372,60	N/A	N/A	N/A

Source : Icade

Le parc locatif figurant au bilan d'Icade au 31 décembre 2008 comportait encore 35 636 logements, pour 2 102 949 m² (soit une surface moyenne d'environ 60 m² par logement), dont la valeur d'expertise était donnée à 2 935 M€ (soit une valeur moyenne de 82 360 € par logement et 1 396 €/m²). Ce parc représentait 66 % du nombre de m² détenus par ICADE et 42 % de la valorisation de ses actifs.

C. LA VENTE EN BLOC

Ce n'est qu'en décembre 2008 qu'un accord a été atteint sur le principe d'une vente en bloc, le PDG d'Icade et le directeur général de la Caisse avalisant alors cette perspective.

Plusieurs facteurs ont pesé dans ce sens.

- Au rythme suivi jusqu'en 2008, la réorientation de l'activité d'Icade aurait pris plusieurs années (sept en continuant à vendre 5 000 logements par an). Cette perspective n'était pas de nature à satisfaire les investisseurs, soucieux de bénéficier des avantages du statut de SIIC.

- Dans le contexte de la crise financière de 2008, le cours de l'action Icade était tombé à son plancher fin octobre 2008, à moins de 40 €³¹, soit 70 % du cours d'introduction en bourse et était demeuré en dessous de 50 jusqu'à mi-décembre 2008. Seule, l'annonce d'un mouvement de grande ampleur était de nature à le faire remonter. Les actionnaires privés d'Icade ont donc soutenu l'idée d'une vente globale à échéance rapprochée.

- Les difficultés de Dexia pesaient sur les comptes de la CDC (elle allait inscrire à ce titre en 2009 dans ses comptes 2008 un amortissement d'écart d'acquisition d'environ 1,5 Md€). Elle était donc incitée à chercher tous moyens d'améliorer sa situation financière, même avec un effet différé : la remontée ultérieure dans ses comptes du produit de la vente des logements d'Icade pouvait y contribuer.

- Les pouvoirs publics ont pesé en faveur de la vente : la fiche n° 10 du dossier de presse du discours prononcé à Douai le 4 décembre 2008, par le président de la République pour présenter le plan de relance indique : « La CDC est invitée à réfléchir au reconventionnement des logements de ses filiales ». La cession en bloc du pôle logement d'Icade à des bailleurs sociaux a correspondu à cette orientation.

Ayant reçu la veille mandat de son conseil d'administration, le président d'Icade a annoncé à la presse, le 12 décembre 2008, la cession complète du pôle logement.

La décision de vente globale prise par Icade n'avait fait l'objet d'aucune consultation préalable avec les collectivités concernées (communes, ÉPCI, départements) ni avec les organismes de logement social.

La CDC a envisagé plusieurs solutions dont une acquisition globale par la SNI (avec ses filiales) du patrimoine vendu par Icade.

Ce projet a cependant été abandonné, sur décision du comité d'engagement de la CDC du 28 janvier 2009, en raison notamment de la situation de la SNI elle-même ; l'acquisition de 10 000 logements en vente en état futur d'achèvement (VEFA) dans le cadre de sa participation au plan de relance avait déséquilibré son bilan. En outre, la Caisse des dépôts, souhaitait « objectiver » le prix de transaction en faisant intervenir des tiers. Des actionnaires minoritaires d'Icade auraient pu reprocher à l'établissement public de favoriser la SNI en fixant un prix trop bas.

Il a donc été décidé de diversifier les acheteurs et de former un consortium, piloté par la SNI, appelé à faire une offre globale concertée entre les parties intéressées, en l'espèce plusieurs organismes de logement social.

Le protocole d'accord a été signé, le 13 novembre 2009. Il a porté, en définitive, sur 24 407 logements pour 1 636 M€, porté à 1 759 M€ avec des lots complémentaires. 4 745 logements³² n'ayant pas trouvé preneur ont été transférés à une société créée à cet effet, la SAS SARVILEP, détenue par Icade et gérée par la SNI.

³¹ 39,01 € le 27 octobre et 38,18 € le 28 octobre.

³² Pour une valeur d'expertise de 250 M€ au 30 juin 2009.

Le déroulement de cette opération appelle plusieurs observations.

1. L'imbrication des rôles des acteurs

La Caisse des dépôts était l'actionnaire majoritaire d'Icade, vendeur, et l'unique actionnaire de la SNI, chef de file du consortium des acheteurs. En outre, les organes de gouvernance de la Caisse et de ses filiales étaient souvent composés des mêmes administrateurs³³. La Caisse a procédé à des consultations juridiques pour parer les risques découlant de cette situation.

Le conseil d'administration d'Icade a ainsi été informé le 9 février 2009 que, compte tenu des conflits d'intérêts potentiels pouvant survenir dans cette opération, le directeur général de la Caisse des dépôts ainsi que les autres administrateurs issus de la CDC concernés ne participeraient pas aux votes sur les décisions afférentes à ce projet. Les représentants de la Caisse des dépôts se sont effectivement abstenus lorsque ce dossier a été traité par le conseil d'administration d'Icade et par le conseil de surveillance de la SNI.

De fait, il apparaît que l'établissement public n'a pas prédéterminé le prix. Les négociations entre les parties ont été effectives, parfois dures, à la limite de la rupture. Du côté d'Icade, les actionnaires minoritaires veillaient à ce qu'elles n'aboutissent pas à un prix trop faible à leurs yeux ; du côté du consortium, les offices et collectivités territoriales étaient des acteurs informés et de poids. La présence de tiers rendait impossible la fixation d'un prix de convenance.

Pour autant, dans la mesure où la SNI ne devait acheter qu'une fraction mineure des actifs cédés par Icade, la Caisse des dépôts s'est trouvée engagée dans une opération où son intérêt était du côté d'Icade et dans la réussite de la vente au meilleur prix possible.

La SNI est intervenue, de son côté, au moins en trois qualités : chef de file du consortium regroupant les acheteurs, acheteur elle-même (en concurrence au moins potentielle avec d'autres acheteurs éventuels, y compris au sein du consortium)³⁴, enfin associée d'Icade dans la SARVILEP dont la création a permis le parachèvement de la cession.

2. Le prix de la transaction

Le prix global a été la somme du prix de toutes les transactions incluses dans l'accord entre Icade et le consortium. Or, le patrimoine vendu était hétérogène, les situations locales disparates.

³³ En 2008 et 2009, outre la Caisse, statutairement, représentée par son directeur général, plusieurs administrateurs d'Icade étaient salariés de la Caisse ou issus de la Caisse M. O. Bailly, directeur de l'audit interne de la Caisse, Ph. Braidy, directeur du développement territorial de la Caisse, Jérôme Gallot, président de CDC Entreprises, Mme Schimel. Siégeaient en outre E. Alphandéry, président du conseil d'administration de CNP, détenu à 40 % par la Caisse, A. Quinet, également administrateur de CNP Assurances, ancien directeur des finances et de la stratégie du groupe CDC. Il en allait de même du côté de la SNI dont le conseil de surveillance était présidé par le directeur général de la Caisse et comportait plusieurs représentants de celle-ci tout comme les conseils des deux principales filiales franciliennes de la SNI, EFIDIS et OSICA, qui se sont elles-mêmes portées acquéreur dans la transaction. Un administrateur d'Icade, M. Thierry Gaubert, était simultanément président du conseil de surveillance d'EFIDIS, filiale de la SNI.

³⁴ Les conditions spécifiques de cession des lots acquis par la SNI et à ses filiales ont été discutées dans le rapport particulier de la Cour sur la SNI et ce point n'est pas repris ici. Qu'elles aient été relativement avantageuses, la SNI et sa filiale EFIDIS ayant obtenu des taux de décote moyens supérieurs à ceux des autres acquéreurs, point reconnu sinon véritablement justifié dans le rapport d'Associés en Finance précité, ne fait que rendre plus sensible la question des conflits d'intérêts.

Dans ce cadre, une divergence est apparue sur la méthode de calcul de la valeur de référence.

L'approche dite des "comparables" consiste à déterminer la valeur d'un bien ou d'un ensemble ou d'une catégorie de biens par analogie avec les prix de transaction effectifs constatés pendant une période de référence pour des biens présentant des caractéristiques équivalentes, en termes de localisation, d'âge, d'état, de prestations, etc. Icade a soutenu que, compte tenu de sa nature et de sa localisation, le portefeuille mis en vente ne connaissait pas de « comparable » et que la seule référence possible était celle de l'actif net réévalué (ANR) calculé à partir de l'actualisation des cash-flows prévisionnels d'exploitation. Cette méthode de valorisation est celle généralement pratiquée par une foncière qui considère son patrimoine comme un produit de placement et en attend un rendement.

De leur côté les membres du consortium, considérant les immeubles qu'ils voulaient acheter comme des logements au moins virtuellement sociaux, ont calculé leur prix d'offre en se fondant sur des prévisions de loyers conventionnés et les coûts de financement.

En définitive, c'est l'ANR, du fait du statut de société cotée d'Icade et de la position de ses actionnaires privés, qui a été la référence de la transaction.

À cette valeur a été appliqué un taux de décote. Celui-ci s'explique notamment par les avantages pour le vendeur de la vente en bloc par rapport à la vente à l'unité, laquelle implique des frais de commercialisation élevés et surtout une durée beaucoup plus longue des opérations, engendrant des coûts de portage³⁵.

Le taux de décote³⁶ affiché dans l'accord final est de 17,4 % (1 637 M€ par rapport à 1 980 M€ de valeur d'expertise du périmètre au 31 décembre 2008). Ce taux, pour être significatif, n'est pas en soi très élevé : le rapport d'Associés en Finance cite une décote de 21 % de la valeur d'expertise du patrimoine de Foncière Développement Logements entre la valeur en bloc et la valeur par lots. L'offre initiale de la SNI pour le compte du consortium était d'ailleurs fondée sur une décote de 21,3 %. La décote de 17,4 % fixée in fine apparaît comme un moyen terme.

Diverses analyses ont estimé que les prix étaient acceptables : les évaluations de France Domaine à destination des collectivités territoriales, l'attestation d'équité réalisée par le cabinet Associés en Finances, commandé par Icade, concluant au « caractère équitable de la transaction », le rapport de M. Hanotaux et de Mme Baietto-Beysson, commandé par la Caisse des dépôts.

En réalité, il n'existait pas, en l'occurrence, de prix de marché, non seulement en raison de la nature unique de cette transaction, mais aussi parce qu'elle mettait en relation deux catégories de marché hétérogènes, où les déterminants de la valeur des immeubles n'étaient pas les mêmes, les logements vendus étant appelés à changer de statut et de mode d'exploitation.

Dans ce contexte, Icade a agi en fonction de son intérêt social consistant à vendre au plus haut prix possible, ce à quoi l'invitaient vigoureusement des actionnaires minoritaires.

³⁵ Pouvant être rapprochés du coût de la dette d'Icade, soit 4,8 % fin 2008)

³⁶ Pour mémoire, dans leur analyse préliminaire commune remise à Icade le 6 février 2009 Foncier Expertise et CBRE considéraient (p. 6) que « la réfaction (parfois appelée dans le passé abattement pour ensemble) devrait se situer dans un pourcentage de l'ordre de 12 % avec une marge d'appréciation de plus ou moins deux points » et « devrait s'opérer de façon uniforme aux différentes composantes du patrimoine ».

De leur côté, les acheteurs, qui se sont trouvés sous pression, ont pu accepter ce prix parce qu'ils étaient solvabilisés, le décret Icade rendant ces logements éligibles aux prêts du Fonds d'épargne.

Il reste que les logements à caractère social d'Icade auraient dû être reclassés soit au sein de la SNI soit auprès de bailleurs sociaux avant l'introduction en bourse d'Icade, ce qui aurait évité l'appropriation d'une partie de la plus-value par les actionnaires privés d'Icade.

3. Les effets sur le logement en Île-de-France

Par son ampleur, la cession a comporté des incidences sur la situation du logement en Ile-de-France et sur l'affectation des financements destinés au logement social.

Le patrimoine d'Icade ayant fait l'objet de cette cession comportait à la fois des logements entrant dans le champ du décret du 15 mai 2007 et des logements n'y entrant pas.

- Pour l'année 2010³⁷, les ventes ont porté sur 14 151 LLS (logements locatifs sociaux), dont 1 698 PLUS (Prêt locatif à usage social), 282 PLAI (Prêt locatif social aidé d'Intégration) et 12 171 PLS (Prêt locatif social). 7 865 LLS étaient hors champ du décret.

- Pour l'année 2011³⁸, parmi les 10 113 logements cédés par Icade, 33 % n'avaient jamais été conventionnés avant leur financement (3 221 PLS et 87 PLUS) ; 66 % avaient déjà fait l'objet d'un conventionnement ouvrant droit à l'APL (6 805 PLS) et relevaient donc du décret du 15 mai 2007.

Même si les loyers appliqués dans le patrimoine vendu par Icade étaient de facto proches des loyers appliqués dans le parc social, ces logements n'avaient, pour une minorité d'entre eux, jamais été conventionnés ou, s'ils l'avaient été, ne l'étaient plus, ou, s'ils l'étaient encore, étaient en voie de dé-conventionnement progressif, selon les modalités assignées par la loi ENL de 2006. Les acquéreurs du patrimoine d'Icade ont entrepris de conventionner ou de re-conventionner les logements acquis³⁹, avec quelques exceptions (ventes partielles, maintien hors convention). Par conséquent, les loyers des occupants au moment de la transaction devaient baisser pour une grande partie des locataires, sous réserve des plafonds de ressources et des « surloyers » éventuels. À tout le moins, une partie d'entre eux a évité des hausses de loyer qui auraient résulté de dé-conventionnements.

L'État a prévu que le conventionnement se ferait en deux temps : 50 % début 2011, 50 % en 2012. Le résultat de l'opération a donc été un accroissement du nombre de logements juridiquement estampillés « sociaux », en ramenant ou en cristallisant dans le champ du logement social des logements qui n'y appartenaient plus ou avaient vocation à en sortir. Par conséquent, la proportion de logements sociaux a été arithmétiquement accrue dans les communes où ont eu lieu des achats de logements Icade. Celles-ci ont donc pu se mettre plus facilement en conformité avec la loi SRU et le ratio de 20 % de logements sociaux, notamment dans les Hauts-de-Seine.

³⁷ Cf. compte rendu de la réunion du comité régional de l'habitat d'Ile de France du 24 février 2011, p.1

³⁸ Rapport annuel du préfet de région au comité régional de l'habitat, bilan 2011, p.13

³⁹ Le logement HLM est un logement bénéficiant de financements de l'État. Les types de prêts de l'État définissent les catégories de logements : logement PLAI (Prêt Locatif Social Aidé d'Intégration) ; logement PLUS (Prêt Locatif à Usage Social) ; logement PLS (Prêt Locatif Social) ; logement PLI (Prêt Locatif Intermédiaire).

Or, il s'agit, sur le long terme, d'un mouvement de maintien ou de retour dans le secteur social, non d'une création nette.

Les ESH qui ont procédé à des achats à Icade auraient pu consacrer leurs ressources propres et leurs capacités d'emprunt à des programmes de construction de logements sociaux supplémentaires. Les fonds mobilisés pour le rachat des logements d'Icade représentent, en effet, une année de production pour les ESH de la région Île-de-France. L'argument selon lequel la pénurie foncière n'aurait pas permis de construire des logements sociaux supplémentaires ne s'applique pas à toutes les localisations concernées.

4. Les conditions de financement

L'opération n'aurait pas été possible sans les prêts du Fonds d'épargne, auxquels ces logements étaient devenus ou redevenus éligibles pour une deuxième fois, en vertu du "décret Icade".

Hors financements bancaires de marché pour les logements voués à être cédés à leurs occupants, les deux principales catégories de crédits ont été les suivantes :

- * financement ouvert par le « décret Icade » pour l'acquisition de logements qui avaient fait l'objet d'un conventionnement antérieur ou étaient en cours de conventionnement : il s'agit d'un financement PLS accompagné d'un prêt complémentaire accordé par la CDC à un taux d'intérêt aidé pondéré par le niveau des loyers constatés au moment de l'acquisition sur les logements financés (plus les loyers sont faibles, plus le taux est bas) ;

- * financement PLS de droit commun pour les logements n'ayant jamais fait l'objet d'un conventionnement (prêts CDC, BCME, Dexia....).

Le tableau suivant présente la répartition des prêts accordés pour le financement de l'achat de logements cédés par Icade depuis 2006.

Tableau n° 15 : Nombre de prêts destinés au logement social absorbés par les cessions d'Icade (2006-2011)

Année	PLUS	PLAI	PLS	Total
2006	532	82	439	1 053
2007	563	0	1 028	1 591
2008	0	0	4 474	4 474
2009	126	0	3 468	3 594
2010	1600	472	12 079	14 151
2011	87	0	10 026	10 113
Total 2006/2011	2 908	554	31 514	34 976

Source : préfecture de région d'Ile-de-France

L'opération Icade a, donc, mobilisé à elle seule une grande partie des financements du logement social dans la région parisienne en 2008-2011.

Les financements les plus utilisés ont été les PLS, très peu les PLUS et pratiquement pas les PLAI, ce qui tend à montrer que ces opérations n'ont pas eu pour visée ni pour effet d'accroître l'offre de logement très social : l'opération a bénéficié de la moitié des financements en PLS pendant la période 2008-2011.

Tableau n° 16 : Part des prêts PLS allant aux cessions d'ICADE, 2008-2011

PLS	Hors Icade	Icade	Total	Icade en % du total
2008	5 320	4 474	9 794	45,70%
2009	9 048	3 468	12 516	27,70%
2010	6 648	12 079	18 727	64,50%
2011	8 690	10 026	18 716	53,60%
Total 2008/2011	29 706	30 047	59 753	50,30%

Source : préfecture de région d'Ile-de-France

Les financements utilisés pour l'acquisition des logements d'Icade n'ont pas été affectés à la construction de logements sociaux neufs.

Certes, les liquidités du Fonds d'épargne étaient alors abondantes et toutes ses capacités de prêt n'ont pas été saturées par les opérations de rachat à Icade. Il reste que la Caisse des dépôts, vendeuse à travers Icade, est intervenue aussi en tant que financeur à travers le Fonds d'épargne.

Du côté des acheteurs, la capacité d'emprunt des ESH et la capacité de garantie des collectivités territoriales concernées et de la Caisse de garantie du logement locatif social (CGLLS) se sont trouvées fortement absorbées par ces opérations.

5. Les mesures fiscales

Dans le régime en vigueur au moment de la décision de vente des logements d'Icade, le patrimoine ancien racheté par un bailleur social et conventionné ouvrait droit à l'exonération de la taxe foncière sur les propriétés bâties (TFPB), mais la compensation de cette exonération⁴⁰ bénéficiait bien davantage aux logements acquis au moyen de financements PLAİ (prêt locatif aidé à l'intégration) ou PLUS (prêt locatif à usage social) qu'aux logements dont l'acquisition était financée par des PLS (prêt locatif social)⁴¹, alors que la plupart des acquisitions de logements d'Icade devaient être financés par des PLS Compte tenu de la taille des lots cédés dans le cadre des ventes « consortiales », certaines collectivités pouvaient craindre une perte substantielle de recettes au titre de la TFPB attachée à ces logements acquis au moyen de prêts PLS Icade (perte pouvant atteindre 10 % des recettes de

⁴⁰ Régime de compensation par l'État des exonérations de taxe foncière sur les propriétés bâties institué par l'article L 2335-3 du code général des collectivités territoriales : « Lorsque les exonérations de TFPB prévues aux articles 1384 et 1384 A, 1384 C et 1384 D du CGI et aux I et II bis de l'article 1385 du même code, entraînent pour les communes une perte de recette substantielle, ces collectivités ont droit à une compensation par l'État dans les conditions fixées par décret en conseil d'Etat. »

⁴¹ À la date du décret, les compensations d'exonérations liées aux opérations financées au moyen d'un PLS étaient régies par le régime suivant : de la première à la quinzième année, la compensation n'intervenait que si la perte de recettes était supérieure à 10 % du produit de la TFPB de la collectivité (allocation de l'État égale à la différence entre ladite perte de recettes et une somme égale à 10 % du produit de la TFPB) ; de la seizième à la vingt-cinquième année, la compensation était intégrale. En revanche, les exonérations de TFPB relatives aux logements acquis ou construits à l'aide de prêts locatifs à l'intégration (PLAI) ou de prêts locatifs à usage social (PLUS) étaient compensées intégralement aux collectivités de la première à la vingt-cinquième année.

TFPB). Aussi, le régime de compensation des exonérations de TFPB a-t-il été élargi aux logements acquis à l'aide de PLS⁴².

Par ce biais, l'État lui-même a subventionné la vente du patrimoine d'Icade. Selon le rapport du Sénat précité « *la porte de sortie proposée par le gouvernement fait en définitive reposer sur les finances publiques la prise en charge des effets négatifs collatéraux d'une réglementation confuse* »⁴³. Si la portée budgétaire de cette mesure est limitée (évaluée à 5 M € par an), le principe en est contestable.

6. Les conséquences sur les dividendes et le cours

L'objectif de l'opération était d'extérioriser les plus-values latentes découlant de la différence entre la valeur nette comptable des logements cédés et leur valeur de cession. Ces plus-values figurent dans le tableau ci-dessous.

Tableau n° 17 : Plus-values latentes du pôle logement d'Icade

M€	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
Juste valeur du pôle logements	2 577,70	2 763,80	1 992,10	360,6
Valeur nette comptable	394,8	404,1	449	65,9
Plus-values latentes	2 182,90	2 359,70	1 543,10	294,7

Source : données Icade, présentation Cour des comptes

Ces plus-values se sont trouvées quasi-totalement réalisées à la fin de l'exercice 2010.

Le statut de SIIC d'Icade induit une exonération de la cession d'imposition sur les plus-values⁴⁴ et la distribution sous forme de dividendes d'au moins 50% des dites plus-values.

Les cessions aux membres du consortium conclues en 2009 et réalisées en majeure partie en 2010 se sont, par conséquent, traduites par la distribution de dividendes en forte hausse au titre de l'exercice 2010 (dividende de 3,25 € par action au titre de 2009, dividende de 7,30 € au titre de 2010, dont 4 € versés en septembre 2010 à titre d'acompte, et 3,30 € proposés au vote de l'assemblée générale des actionnaires en avril 2011). La CDC a encaissé une plus-value de cession "part du groupe" de 670 M€ au titre de l'exercice 2010.

⁴² Par un amendement déposé par le gouvernement lors du débat à l'Assemblée nationale sur le projet de loi de finances pour 2010, le 24 octobre 2009, soit vingt jours avant la signature du protocole avec le consortium, amendement devenu l'article 48 de la loi de finances pour 2010

⁴³ Référence faite par le Sénat au « *caractère très peu opérationnel de la définition du logement social, fondée essentiellement sur la nature de son financement.* »

⁴⁴ Toutefois les cessions réalisées au profit de la SNI et de ces filiales constituant des cessions intra groupes, les plus-values correspondantes ont dû être soumises à l'impôt sur les sociétés conformément aux dispositions de l'article n° 39-12 du code général des impôts reprises à l'instruction 4 H-5-03 du 25 septembre 2003. Au cas où ces plus-values n'ont pas été soumises à l'impôt, ou ont été réalisées pour un montant inférieur à ce que des conditions normales de marché auraient dû conduire, l'administration fiscale, sous réserve du respect des règles de prescription applicables en la matière, a toute latitude pour procéder à un redressement en matière d'impôt sur les sociétés et de droits de mutation

La cession a corrélativement contribué à la valorisation boursière de l'action Icade. Ainsi que le relève la société « Associés en Finance », « si la surperformance du titre Icade n'est pas due à la seule cession des logements, compte tenu du caractère diversifié de l'activité du groupe, le titre a continué d'offrir à ses actionnaires une rentabilité en bourse supérieure à celle constatée sur l'indice European Public Estate Association (EPRA), et de manière encore plus marquée lorsqu'on la compare à celle de l'indice Société des Bourses françaises (SBF 120) ».

Comme déjà mentionné supra, la hausse du cours de bourse d'Icade du fait de la cession a profité aux détenteurs de parts et bénéficiaires de stock-options, la cession ayant été rendue possible, aux conditions où elle s'est déroulée, par des concours publics de nature diverse.

Tableau n° 18 : Rentabilité cumulée du titre Icade en bourse comparée à celle de l'indice SBF 120 et de l'indice EPRA France, dividendes inclus

En %	Indice SBF 120 (rentabilité cumulée)	Indice EPRA France (rentabilité cumulée)	Icade (rentabilité cumulée)	Différence Icade – indice EPRA	Rentabilité Icade annualisée
Du 13/11/09 au 15/03/211	+6,4	+10,1	+30,8	+20,6	+22,2
Du 31/12/09 au 15/03/11	+2,9	+13,0	+34,3	+21,3	+27,6
Année 2010	+3,8	+14,2	+25,7	+11,5	+25,7

Source : rapport « Associés en Finance » - Mars 2011

En définitive, la vente des logements d'Icade peut s'analyser en un transfert de l'ordre de 2 Md€ en provenance du secteur du logement social. La fraction non distribuée des plus-values de cession a été réinvestie par Icade dans le secteur de l'immobilier tertiaire. La fraction distribuée est allée aux actionnaires d'Icade au prorata de leur part du capital. Cette opération a donc profité à la Caisse des dépôts (contribution d'Icade à ses résultats) et à l'État (prélèvement sur les résultats de la CDC) mais aussi aux actionnaires privés. Le moment et les conditions choisies ont fait que ceux-ci ont bénéficié à la fois de la valorisation de ce patrimoine (entre l'introduction en bourse en 2006 et le dénouement de l'opération en 2009) et, indirectement, des aides publiques consenties pour faciliter la réalisation de l'opération.

III. LA NAISSANCE D'UN ACTEUR MAJEUR DE L'IMMOBILIER DE BUREAUX EN ÎLE-DE-FRANCE

A. LA MUTATION EN FONCIÈRE TERTIAIRE

Au-delà des bénéfices immédiats de la cession, sa finalité principale a bien été de permettre à Icade de se désengager définitivement du secteur du logement et de réorienter l'ensemble de son activité vers des secteurs plus rentables.

À l'issue de la vente de l'essentiel de son portefeuille résidentiel, Icade n'a conservé que quelques logements détenus dans des immeubles en copropriété et ayant vocation à être cédés à l'unité, et les biens apportés à la SARVILEP, également destinés à être cédés. Les cessions se sont poursuivies après la vente au consortium, le solde des actifs de logements à la fin du mois de décembre 2012 étant de 4 827 logements dont 3 559 détenus par la SARVILEP.

Le rendement réel du pôle logement (loyers nets annualisés rapportés à la valeur d'expertise⁴⁵) s'établissait à 3,7 % et le taux de rendement sur la base de l'EBO était de l'ordre de 3,25 %⁴⁶. Aussi le désengagement de ce secteur devait-il entraîner une nette amélioration de la rentabilité de la société. Compte tenu du coût de l'endettement d'Icade (4,8 % en 2008) supérieur au rendement de l'activité logement, il aurait même suffi que la vente des logements vienne rembourser son endettement pour améliorer la rentabilité du groupe. La marge de l'EBO sur le chiffre d'affaires de l'activité foncière d'Icade est ainsi passée de 60,2 % en 2007 à 79 % en 2011.

Tableau n° 19 : Impact de la cession du logement sur la rentabilité de la foncière

M€ et %	2007	2008	2009	2010	2011
Part en valeur de la foncière logements dans le patrimoine d'Icade (total activité foncière)	41%	42%	34%	6%	5%
EBO de l'activité Foncière (M€)	215,9	273,2	285,7	278,9*	287,7
CA de l'activité foncière (M€)	358,4	409,4	421,8	394,2**	364
Marge EBO/CA activité foncière	60,20%	66,70%	67,70%	70,70%	79,04%

*après retraitement de la charge de 15,3 M€ correspondant en 2010 aux mesures non récurrentes d'accompagnement du personnel lors de la mise en œuvre de la cession des logements

**consolidation de la Compagnie la Lucette à compter du 17 février 2010

Source : Associés en Finance, Cour des comptes

Le rendement net des actifs tertiaires dans lesquels Icade a réinvesti est très nettement supérieur à celui du logement.

Tableau n° 20 : Rentabilité des actifs de la foncière tertiaire au 31 décembre 2012

Secteur	Taux de rendement
Bureaux France	6,70%
Parcs tertiaires	7,80%
Centres commerciaux	6,20%
Santé	6,90%
Entrepôts	12,50%
Bureaux Allemagne	8,30%
Moyenne Foncière tertiaire	7,20%

Source : Icade

⁴⁵ Mais non le rendement comptable, ici bien plus élevé car calculé par rapport à un actif sous-évalué, à savoir la valeur historique des biens en cause qui dataient pour la plupart des années 50/70.

⁴⁶ Source : rapport d'Associés en Finance, décembre 2009.

B. L'ACQUISITION DE LA COMPAGNIE LA LUCETTE ET L'ENTRÉE DE MORGAN STANLEY REAL ESTATE FUND (MSREF) AU CAPITAL D'ICADE

La part du produit de la cession du pôle logement qui n'a pas été distribuée a permis à Icade de disposer d'une marge de manœuvre pour investir dans le secteur tertiaire. C'est dans ce cadre que s'inscrit le rapprochement avec Compagnie la Lucette (CLL).

Compagnie la Lucette était, en effet, l'une des principales sociétés foncières cotée de bureaux en France, dont le patrimoine, composé principalement d'immeubles de bureaux de qualité au cœur des quartiers d'affaires les plus recherchés d'Île-de-France, s'élevait au 31 décembre 2009 à environ 1,5 Md€⁴⁷. Avant le rapprochement avec Icade, Compagnie la Lucette était détenue à plus de 94,5 % par le fonds immobilier de Morgan Stanley, MSREF (Morgan Stanley Real Estate Fund).

1. Le déroulement

Cette opération de rapprochement complexe a été réalisée en quatre étapes :

a) Acquisition en numéraire, le 24 décembre 2009, par Icade de 35 % du capital de Compagnie la Lucette auprès de MSREF pour 9,61 € par action, soit un montant total de 87,6 M€.

b) Apport par MSREF du solde de sa participation dans Compagnie la Lucette (59,5 %), le 16 février 2010. Cet apport en nature a été rémunéré exclusivement par l'émission de 1 759 289 nouvelles actions Icade à un prix par action de 84,67 €. Les actions Compagnie la Lucette, objet de l'apport, ont été valorisées à un prix unitaire identique à celui retenu dans le cadre de l'acquisition du 24 décembre 2009, soit 9,61 € par action Compagnie la Lucette.

c) Réinvestissement par MSREF, le 16 février 2010, de 49,5 M€ par la souscription à une augmentation de capital réservée (émission de 584 971 nouvelles actions Icade à un prix par action de 84,67 €).

d) Lancement d'une offre publique alternative simplifiée comportant une offre publique mixte simplifiée, assortie à titre alternatif d'une offre d'achat simplifiée sur le solde des actions :

- offre mixte : apport des actions Compagnie la Lucette en contrepartie d'une somme en espèces de 32,50 € et de 2 actions Icade à émettre pour 21 actions Compagnie la Lucette ;

- offre d'achat : apport des actions Compagnie la Lucette en contrepartie de 10,08 € par action apportée.

La combinaison des trois premières étapes a abouti pour MSREF à une transaction correspondant à 1,55 € et 0,09 action Icade pour une action CLL. C'est cette valorisation qui a été reprise pour la branche mixte de l'offre publique. Cette dernière étape a été suivie d'une procédure de retrait obligatoire puis d'une fusion absorption de Compagnie la Lucette par Icade.

⁴⁷ La valeur du patrimoine CLL net vendeur (hors droits) publiée par la société au 31 décembre 2009 s'élevait à 1 473 M€. Ce chiffre intégrait la valeur de l'immeuble Colisée (qui était sous promesse) et de l'immeuble Mistral (qui faisait l'objet d'une VEFA signée avec l'Agence française de développement et avait donc vocation à sortir du patrimoine de CLL à l'issue de sa restructuration).

Les termes de l'opération ont été déterminés sur la base des ANR de liquidation estimés au 31 décembre 2009. Pour Icade, cet ANR estimé s'élevait à 84,7 €/action (contre un ANR réel de 84,5 €/action) et pour CLL à 10,2 €/action (contre un ANR réel de 10,1 €/action). Lors des négociations de la transaction, Icade a obtenu du vendeur une décote de 5,4 % par rapport à l'ANR estimé, aboutissant à un prix par action de 9,6 €. C'est ce prix qui a servi de référence pour l'apport et les calculs de parité. La branche en numéraire de l'offre publique a été réalisée à 10,08 €/action correspondant à l'ANR publié de CLL qui était alors connu.

Cette opération a fait l'objet de vifs débats au sein du conseil d'administration. Dans deux courriers adressés aux administrateurs d'Icade⁴⁸, un actionnaire minoritaire a estimé que les valorisations étaient largement surestimées, de l'ordre de 16 % à 19 %.

2. Les conséquences de l'opération

Du point de vue du développement d'Icade :

Le rapprochement avec CLL a notamment permis à Icade :

- de respecter le ratio 80/20 (en franchise d'exit tax) entre les activités de foncière d'Icade et ses autres activités, afin de continuer à bénéficier du statut de SIIC à l'issue des cessions de logements (CLL étant elle-même une SIIC) ;
- de consolider sa position de foncière de référence dans le paysage immobilier tertiaire français, avec le deuxième portefeuille de bureaux parmi les foncières cotées en France. Sur le plan géographique⁴⁹, le patrimoine d'Icade, localisé essentiellement au nord de Paris, et celui de CLL, localisé essentiellement à l'ouest de Paris, étaient complémentaires ;
- de bénéficier d'une forte augmentation de son cash-flow courant par action, le réinvestissement d'une partie du produit de la cession du portefeuille de logements dans des actifs de bureaux présentant un rendement implicite de près de 8 % contre un rendement se situant autour de 4 % pour les actifs cédés ;
- d'allonger la durée moyenne ferme des baux de son patrimoine de bureaux, les actifs de CLL étant généralement loués sur la base de baux de longue durée (6,7 ans) ;
- d'accueillir une équipe de gestion d'actifs immobiliers de qualité, complémentaire à celui de ses propres équipes ;
- de faire entrer à son capital MSREF, un investisseur à l'expertise immobilière reconnue, à hauteur d'approximativement 4,54 %, MSREF devenant le deuxième actionnaire d'Icade après la CDC ;
- dans une optique plus conjoncturelle, d'absorber la baisse de cash-flow consécutive au départ du locataire d'un immeuble détenu par la société (la tour Descartes), fin 2009 (29,8 M€ de loyers annuel), afin de présenter en 2010 un cash-flow par action, retraité des mesures non récurrentes d'accompagnement à la cession du pôle foncière logement, stable par rapport à celui de 2009.

⁴⁸ Lettres du 18 décembre 2009 et du 23 décembre 2009.

⁴⁹ CLL détenait notamment un portefeuille locatif de 13 actifs de bureaux parisiens dont 18 % sont situés dans le Quartier Central des Affaires, 15 % à la Défense et 61 % dans l'Ouest parisien.

Le rapprochement a permis d'utiliser les recettes de cession du patrimoine logement d'Icade pour rembourser par anticipation une partie des emprunts souscrits par CLL.

Du point de vue de sa rentabilité

L'échéance du 1er janvier 2010, date à laquelle CLL en tant que SIIC était soumise au plafond de détention de l'actionnaire majoritaire de 60 % ainsi que son niveau élevé d'endettement (84,3 %) et son profil de maturité financière qui l'exposait à un fort risque de liquidité, exerçaient sur MSREF une pression forte pour conclure rapidement une transaction avec Icade. L'opération ne s'est, toutefois, pas traduite par une opportunité financière particulière pour Icade⁵⁰. Entre sa date d'acquisition par cette société et le 30 juin 2012, la valeur globale du patrimoine CLL est restée quasi stable (- 0,4 % - source Icade). Corrélativement, Icade a perçu, sur la période, environ 200 M€ de loyers.

Sur les trois actifs dont la valorisation a été contestée par un des actionnaires minoritaires, deux ont été, en définitive, cédés à des prix supérieurs à leur prix d'acquisition, entraînant une plus-value cumulée de plus de 25 M€, et le troisième a été valorisé par les experts indépendants (JLL et DTZ) à une valeur elle aussi supérieure à son prix d'acquisition.

Ce sont d'autres actifs acquis à l'occasion de la prise de contrôle de CLL qui ont perdu de la valeur, notamment la tour Scor⁵¹ dont la valorisation est passée de 154 M€ lors de l'acquisition à 118 M€ au 31 décembre 2012 et qui a fait l'objet d'une provision pour dépréciation dans les comptes 2011 de 13,2 M€ et de 2,8 M€ supplémentaires en 2012⁵².

C. LE RAPPROCHEMENT AVEC SILIC

Le rapprochement avec SILIC a été rendu possible par les difficultés de son principal actionnaire, Groupama, contraint de réaliser des actifs. Icade souhaitait réaliser cette opération depuis plusieurs années, en raison de la complémentarité entre les deux foncières.

1. La logique de la fusion

SILIC, sous le statut de SIIC, était l'une des principales sociétés foncières cotées, contrôlée à 43,95 % par Groupama. Son patrimoine était composé principalement de parcs d'affaires situés en Île-de-France, à La Défense (39 %) et à Orly Rungis (28 %).

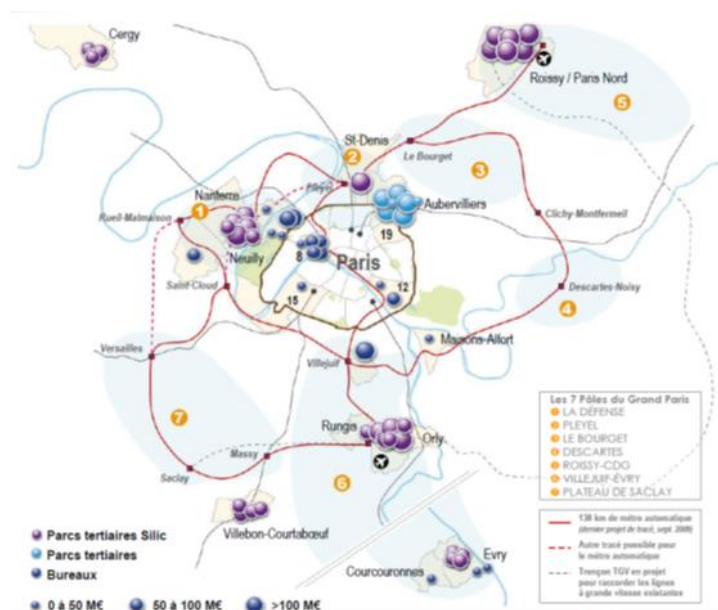
Les deux sociétés étaient complémentaires. Le patrimoine d'Icade, après acquisition de CLL, était localisé principalement au nord-est de Paris, à la Défense et dans le croissant ouest parisien tandis que celui de SILIC était principalement situé à Orly-Rungis, sur l'axe La Défense/Nanterre (A86) et autour de Roissy/Charles de Gaulle. Ainsi, le patrimoine combiné de bureaux et de parcs tertiaires d'Icade et de SILIC, situé à plus de 85 % à Paris et en Ile-de-France, pouvait espérer bénéficier du développement récent ou à venir des transports en commun et des projets d'aménagement dans le cadre du grand Paris. Le nouvel ensemble disposait d'un potentiel de développement significatif en cumulant les réserves foncières des deux sociétés (environ 2 millions de m²). La fusion permettait, en outre, de mieux répondre à la demande avec une gamme de loyers comprise entre 150 et 400 €/m².

⁵⁰ La décote sur l'ANR s'élève à 5,4 %.

⁵¹ Renommée Tour Pb5 compte tenu du départ de la Scor.

⁵² Auxquels s'ajoutent 5,6 M€ de charge d'amortissements complémentaires comptabilisés sur l'exercice 2012, afin de ramener à une VNC nulle les immobilisations devant être mises au rebut au 1er janvier 2013, lors de la première phase des travaux de modernisation de la tour.

Tableau n° 21 : cartographie des patrimoines combinés d'Icade et de SILIC



Source : Icade

2. Le processus de rapprochement

À la suite de la conclusion d'un protocole d'accord, le 13 décembre 2011, entre la CDC, Icade et Groupama, Icade et la CDC ont remis, le 22 décembre 2011, une offre ferme à Groupama qui l'a acceptée le 30 décembre 2011.

Le rapprochement entre Icade et SILIC s'est effectué en trois étapes :

* **Première étape** : apport à une filiale de la CDC, HoldCo SIIC, (a) de la participation détenue par la CDC dans Icade et (b) d'une fraction de la participation détenue par Groupama dans SILIC.

Le 30 décembre 2011, la CDC a apporté à HoldCo SIIC 55,57 % du capital et des droits de vote d'Icade. Concomitamment, Groupama a apporté à HoldCo SIIC 6,5 % du capital et des droits de vote de SILIC.

Le 6 février 2012, la CDC et Groupama ont signé un pacte d'actionnaires régissant leurs relations au sein de HoldCo SIIC. Ce pacte relatif à HoldCo SIIC, valable pour une durée de 20 ans, comporte notamment les stipulations suivantes : un engagement d'inaliénabilité des titres de HoldCo SIIC détenus par Groupama pendant une durée de 30 mois suivant la date de conclusion du pacte d'actionnaires ; un droit de préemption au profit de la CDC à l'expiration de la période d'inaliénabilité ; un droit de sortie conjointe, proportionnel au profit de Groupama au cas où la CDC souhaiterait transférer à un tiers autre qu'un affilié tout ou partie de ses titres HoldCo SIIC ; une liquidité au profit de Groupama.

* **Deuxième étape** : apport à HoldCo SIIC par Groupama du solde de sa participation dans Silic.

La CDC et Groupama, en tant qu'associés de HoldCo SIIC ont, par décision en date du 16 février 2012, approuvé l'apport par Groupama de 37,44 % du capital et des droits de vote de SILIC. Le capital de HoldCo SIIC est détenu par la CDC et Groupama à hauteur respectivement de 75,07 % et de 24,93 %. Par ailleurs, HoldCo SIIC détient (i) 55,57 % du capital et des droits de vote d'Icade et (ii) de concert avec la CDC et Icade, 43,94 % du capital et des droits de vote de SILIC sur une base non diluée.

*** Troisième étape : dépôt par Icade d'une offre publique obligatoire sur SILIC**

Consécutivement au franchissement du seuil de 30 % par HoldCo SIIC agissant de concert avec Icade et la CDC, Icade a déposé, le 13 mars 2012, une offre obligatoire sur SILIC, validée par l'AMF le 24 avril 2012. Cette offre était composée d'une offre publique d'échange sur les actions SILIC et d'une offre publique d'achat sur les obligations à option de remboursement en numéraire et/ou actions nouvelles et/ou existantes (ORNANES) émises par SILIC.

Par recours respectivement du 3 mai et du 4 mai 2012, SMA Vie BTP⁵³ et l'ADAM⁵⁴ ont saisi la Cour d'appel de Paris d'une demande d'annulation de la décision de conformité de l'AMF, en contestant notamment le prix d'acquisition. Celle-ci les a déboutés par un arrêt en date du 27 juin 2013.

Une première date d'échéance de l'offre publique a été fixée par l'AMF au 22 juillet 2013. Cette offre a été ré-ouverte avec une date d'échéance prorogée au 02 août 2013. La parité retenue a été de cinq actions Icade pour quatre actions SILIC. À l'issue de l'offre close le 9 août 2013, Icade détenait 93,28 % du capital et des droits de vote de SILIC avec laquelle elle a fusionné le 27 décembre 2013 (date des assemblées générales d'actionnaires).

Les principales modalités de cette opération ont été les suivantes :

- une parité de fusion identique à celle retenue lors de l'offre publique d'échange, soit de cinq actions Icade pour quatre actions SILIC ;
- une prise d'effet au point de vue juridique, comptable et fiscal au 31 décembre 2013 à minuit, entraînant la transmission universelle du patrimoine de SILIC à Icade et la dissolution sans liquidation de SILIC.

À l'issue du processus, les capitaux propres du nouveau groupe ont été rehaussés dans cette opération de 1 409,6 M€ sans qu'Icade n'ait rien à déboursier, hormis les frais liés à l'opération (publicité, expertises, commissariat aux comptes...).

3. L'évolution du capital

L'avenir de la composition de l'actionnariat d'Icade dépend de l'usage que Groupama fera de la clause de liquidité figurant dans le pacte d'actionnaires conclu avec la Caisse, cette clause de liquidité portant bien sur le capital d'Holdco et non sur la participation implicite de la Caisse dans Icade. À l'expiration de la période d'inaliénabilité (soit depuis août 2014), Groupama peut demander à HoldCo Siic de faire jouer cette clause portant sur tout ou partie de sa participation dans cette société, étant précisé que cette option de liquidité ne pourra se traduire par une cession d'actions Icade que dans l'hypothèse où Icade cesserait d'appartenir au secteur public. Selon les dernières indications communiquées à la Cour, l'intention des deux parties serait de prolonger la situation actuelle.

⁵³ La valeur historique des titres Silic dans ses comptes était supérieure au prix de l'offre d'Icade.

⁵⁴ Association de Défense des Actionnaires Minoritaires

4. Un nouvel ensemble de taille supérieure

La fusion avec SILIC a fait d'Icade l'une des principales foncières tertiaires françaises avec un patrimoine de l'ordre de 10 Md€ (dont 72 % en bureaux et parcs tertiaires) localisés principalement sur le périmètre du grand Paris.

Cette opération lui a permis d'augmenter son *cash-flow* tout en préservant sa structure financière, avec un LTV combiné de l'ordre de 40 %. Elle devrait faciliter l'accès à des sources de financement diversifiées et moins coûteuses.

Elle a également renforcé la position d'Icade en bourse : l'augmentation de sa capitalisation boursière (passant, toutes choses égales par ailleurs, de 3 Md€ à 4,6 Md€) et celle du flottant ont accru son poids dans les indices boursiers immobiliers.

IV. LES AUTRES CHOIX DE DÉVELOPPEMENT

A. LES SECTEURS ABANDONNÉS

1. Le développement international

Le conseil d'administration, lors de sa séance du 24 mai 2006, avait approuvé à l'unanimité l'achat à Daimler Chrysler d'un ensemble de terrains et d'immeubles dans six villes allemandes pour 315 M€. Cette opération avait alors été présentée comme étant "en droite ligne avec la stratégie d'Icade en Europe⁵⁵".

Or, cet achat a été effectué en haut de cycle alors que le marché commençait à se retourner. Cette opération aurait dû faire l'objet d'une présentation objective en conseil d'administration, incluant plusieurs scénarios dont un scénario dégradé. Tel n'a pas été le cas, ce qui n'a pas permis aux administrateurs de prendre complètement la mesure des risques.

En outre, cette initiative méconnaissait les attentes des investisseurs qui privilégient, en règle générale, les foncières spécialisées dans un secteur géographique, chaque segment de marché étant spécifique.

Icade a, donc, dès 2007 renoncé à la stratégie de développement international qui prévalait en 2006 et cherché à vendre ses actifs allemands. Les opérations en Allemagne ont dégagé un résultat net hors cession cumulé positif de 20 M€ sur quatre ans entre 2007 et 2010. Les cessions réalisées (notamment celle de l'immeuble MK9 Nord à Munich, loué à Ernst & Young puis cédé à l'investisseur Deka en 2009 pour 72 M€) ont dégagé des plus-values. Au premier semestre 2013, Icade a annoncé la cession d'un parc d'activité à Berlin et d'un immeuble de bureaux à Stuttgart pour un montant de 50 M€ ainsi que la signature de promesses de vente portant sur des terrains situés à Munich, Berlin et Dusseldorf pour 36 M€.

Toutefois, le principal actif de ce portefeuille, Munich Allach, un temps retiré de la vente, le mandat de vente confié en 2007 étant resté infructueux pendant plus de 5 ans, ne cessait de voir sa valeur baisser : elle n'était plus estimée en juin 2012, que juste au-dessus de sa valeur nette comptable (129 M€). En juin 2014, Icade a cependant annoncé s'être quasi-totalement désengagé de son activité en Allemagne, pour un prix correspondant globalement à la valeur d'expertise de l'ensemble de son portefeuille d'actifs allemands, soit au 31 décembre 2013 une valeur hors droits de 159,7 M€.

⁵⁵ En 2006 Icade était présente depuis plusieurs années en Espagne, en Italie et en Belgique sur des activités de services immobiliers, logements et tertiaires.

2. Le retrait du secteur de la gestion

Icade a choisi de se séparer d'entités à faible marge ou dont le développement paraissait mieux assuré par l'adossement à un groupe spécialisé.

Une stratégie initiale de développement par acquisitions

L'acquisition en 2005 du cabinet Villa, employant 200 collaborateurs en Île-de-France et réalisant une quinzaine de millions d'euros de chiffre d'affaires⁵⁶ a permis à Icade de devenir leader de l'administration de biens dans cette région. Cependant, l'intégration de ce cabinet a été difficile : les coûts informatiques ont été élevés (6 M€), les synergies commerciales plus faibles que prévu entre l'activité « syndic » et l'activité « transactions » plus rentable ; de nombreux contentieux non provisionnés (3 M€) sont apparus après l'acquisition.

L'échec des négociations pour le rachat de Gestrim Lamy en février 2007

En 2006, dans un contexte de consolidation du secteur⁵⁷, et dans le cadre de la stratégie de développeur immobilier intégré d'Icade, une fusion d'Icade Administration de biens avec Gestrim Lamy (n°2 du secteur derrière Foncia) a été envisagée. Le nouvel ensemble aurait constitué le n°1 français de l'administration de biens, avec environ un millions de lots gérés (5 % du marché français). Icade aurait dû intégrer les 3 500 employés de Gestrim Lamy.

Sachant que la CDC détenait 35 % du capital des Caisses d'épargne, elles-mêmes actionnaires à 67,5 % de Gestrim Lamy, cette opération devait s'inscrire dans le cadre d'un accord global aux termes duquel la CDC serait sortie du capital de la Caisse nationale des caisses d'épargne (CNCE) en échange de 7 Md€, certains actifs de CNCE, dont Gestrim Lamy étant par ailleurs apportés à la CDC. La cession de Gestrim Lamy pour un montant de 175 M€ aurait été rémunérée en actions Icade. Ce montant correspondait au début des négociations à 6 % du capital d'Icade mais ce pourcentage s'est réduit à 3 % avec la hausse du cours. La CNCE a donc interrompu les négociations en février 2007.

Si cette opération s'était réalisée, elle aurait, au demeurant, dilué le poids de l'activité foncière au sein d'Icade et donc compromis son passage au régime SIIC.

Le changement de stratégie et la cession d'Icade Administration de biens en juin 2009

L'option pour le régime SIIC est allée de pair avec un recentrage du pôle services sur les activités de gérance pour le compte de propriétaires institutionnels et les activités de conseil, de gestion d'actifs ou de transactions, à plus forte valeur ajoutée que l'activité de syndic pour des co-propriété de particuliers. Cette stratégie de recentrage a été approuvée par le conseil d'administration d'Icade le 9 octobre 2008.

Elle s'appuyait sur le constat qu'Icade Administration de biens avait une taille trop faible (450 salariés, 37 M€ de chiffre d'affaires, 2 M€ de résultat opérationnel), un maillage territorial insuffisant (9 implantations contre 600 agences pour Foncia ou 260 pour Gestrim Lamy) et une rentabilité inférieure aux standards du secteur : en 2008 Icade ADB ne dégagait que 2 % d'EBO contre 14 % pour Foncia ou 9 % pour Nexity). Les gains de productivité potentiels n'auraient pas suffi à combler le différentiel de coûts car Icade souffrait

⁵⁶ 79 % correspondant à l'activité syndic, 14 % à la gérance, et 7 % en transactions immobilières.

⁵⁷ Acquisition par Nexity de Guy Hoquet et Century 21.

d'une compétitivité structurellement inférieure par rapport aux administrateurs de biens spécialisés du fait que sa convention collective était beaucoup plus généreuse que la leur⁵⁸.

Icade Administration de biens a ainsi été cédée, fin juin 2009, à Procivis, une filiale du Crédit Immobilier de France, qui est ainsi devenue leader sur le marché français. Le prix de cession obtenu (21,6 M€) a dégagé une plus-value consolidée de 3,1 M€.

La cession d'Icade Eurogem en juin 2009

Icade Eurogem (500 employés, 63 M€ de chiffre d'affaires et résultat opérationnel négatif en 2008) était un des principaux acteurs français du "facility management"⁵⁹. Sa rentabilité était inférieure aux standards du secteur. Elle a été cédée fin août 2009 à Atalian (1 Md€ de CA) pour 18 M€ (plus-value consolidée de 1,4 M€).

La cession d'Icade Residence Services à Nexity en mars 2012

Cette filiale gérât près de 8 000 logements dans 60 résidences en Île de France et dans les principales villes universitaires françaises, ce qui faisait d'elle le troisième opérateur national de gestion de résidences étudiantes privées. Son chiffre d'affaires pour 2011 s'élevait à 40 M€, elle employait 115 personnes. Elle a été cédée à Nexity, jusqu'alors n° 2 du secteur, ainsi devenue leader en France. Pour Icade, cette cession à un prix de 24 M€ a dégagé une légère plus-value au niveau consolidé.

Cession d'Icade Suretis

Cet entreprise, issue d'Icade EMGP, avait à la fois une activité de service de sécurité incendie et sûreté (sur les parcs tertiaire Icade du Millénaire, du pont de Flandres, des Portes de Paris) et une activité de conseil en sécurité. Elle employait 40 personnes. Seule, l'activité de conseil a été conservée, l'activité de gardiennage cédée.

3 Le projet Paris Nord Est

Icade s'était lancée dans l'aménagement en novembre 2006 en prenant une participation à hauteur de 30 %, aux côtés de la CDC (50 %) et de la société d'économie mixte d'aménagement de la ville de Paris (SEMAVIP, 20 %), dans la société d'aménagement SAS Paris Nord Est. Cette initiative constituait l'entrée dans un métier nouveau pour elle et aurait dû à ce titre faire l'objet d'une décision du conseil d'administration. Or les procès-verbaux de 2006 ne gardent aucune trace d'un débat sur ce point⁶⁰.

Ce groupement avait été formé par la mairie de Paris pour acquérir et reconvertir les entrepôts Mac Donald, élément central de la création d'un nouveau quartier entre la porte d'Aubervilliers et la porte de la Villette. La SAS Paris Nord Est a acheté les entrepôts à la Sovafim en décembre 2006 pour 125 M€.

⁵⁸ Ce défaut de compétitivité ne provenait pas d'un sureffectif (avec 86 K€ de chiffre d'affaires par ETP Icade ADB était dans les standards) mais d'une rémunération sensiblement plus élevée des personnels, avec des primes atteignant environ 10 % du salaire brut, sans équivalent chez les concurrents, par application de la convention collective Icade, plus généreuse que la moyenne du secteur.

⁵⁹ Gestion globale des services généraux, comprenant des prestations multitechniques d'entretien des bâtiments ainsi que des services aux occupants.

⁶⁰ Le comité d'engagement de la CDC pour sa part a émis le 20 septembre 2006 un avis favorable au rachat de l'entrepôt, assorti d'une recommandation visant à restreindre les cas de veto des co-actionnaires de la SAS.

Icade s'est trouvée à la fois aménageur (en tant qu'actionnaire de la SAS PNE) et promoteur, à la fois pour des logements et des bureaux.

Fin 2009, les premières études techniques sérieuses ont mis à jour des surcoûts d'aménagement significatifs par rapport à l'étude initiale, en raison notamment de la nécessité de procéder à la consolidation structurelle du bâtiment existant pour pouvoir le conserver. Les surcoûts n'ont ensuite cessé d'être réévalués à la hausse.

Tableau n° 22 : Entrepôts Mac Donald, évolution de la perte à terminaison pour la SAS PNE sur l'opération d'aménagement:

Budget prévisionnel à terminaison M€	31/12/2010 EPPC 5	31/12/2011 EPPC 5bis	30/06/2012 EPPC 6
Cessions	270,3	269,3	267,1
Facturations travaux complémentaires	-	-	27,9
Autres recettes (loyers Geodis...)	14,3	14,3	14,4
Recettes HT	284,6	283,6	309,4
Acquisition entrepôts et travaux de démolition	(174,1)	(177,0)	(177,7)
Construction/ renforcement de la structure	(67,8)	(80,7)	(123,8)
Autres frais	(67,6)	(66,3)	(76,2)
Dépenses HT	(309,5)	(324,0)	(377,7)
Perte à terminaison	(24,9)	(40,4)	(68,3)
Provision complémentaire		(9,3)	
Perte à terminaison ajustée	(24,9)	(49,7)	(68,3)
Part Icade (intégration proportionnelle - 30%)	(7,5)	(14,9)	(20,5)

Source : Dossiers de commissaires aux comptes

Les pertes à terminaison de la SAS Paris Nord Est sont comptabilisées en provisions pour risques et charges dans ses comptes. Icade les consolide par intégration proportionnelle à hauteur de 30 %⁶¹. Fin 2012, la participation a dû être encore consolidée, avec une perte à terminaison arrêtée sur la base d'un rapport établi par deux experts à 103 M€ pour la SAS PNE, soit – 30,9 M€ en quote-part Icade.

En 2013, après la recapitalisation de la SAS pour remettre à zéro sa situation nette négative, la CDC a racheté la quasi-totalité de la participation (29 % des 30 %) d'Icade pour un euro. La CDC a également remboursé à Icade sa quote-part de comptes courants. Si le projet devait dégager des pertes supérieures à 103 M€, Icade n'aurait donc plus à les couvrir : elles seraient supportées par la CDC et la Semavip à hauteur respectivement de 79 % et 20 %.

S'agissant du volet promotion, Icade est parvenue à ne pas perdre d'argent. Globalement l'ensemble de l'opération (logement et activités) devrait conduire à un chiffre d'affaire budgété de 504 M€ pour une marge globale de 6 M€ (imputable en totalité à la promotion "bureaux").

⁶¹ La CDC pour sa part, intègre également la SAS PNE en intégration proportionnelle (à 50 %), considérant qu'elle n'en n'a pas le contrôle.

B. LES AUTRES AXES DE DÉVELOPPEMENT

Si Icade, en tant que foncière tertiaire, est principalement active dans le domaine des bureaux, elle reste également présente dans l'immobilier commercial et a depuis quelques années fortement accru ses investissements dans le secteur de la santé.

1. L'immobilier commercial

Icade se concentre sur la propriété de centres commerciaux, mais à la différence d'autres acteurs de ce secteur (Klépierre par exemple) n'intervient pas dans leur gestion.

L'objectif d'Icade est de se recentrer sur la région parisienne. C'est ainsi que la société a cédé (décembre 2013) à Klepierre le centre commercial Odysseum à Montpellier, hérité de Foncière des Pimonts, après douze ans de détention. Le taux de rendement de cet actif n'était, en effet, que de 5 %, inférieur au taux de rendement moyen d'Icade qui se situe aux alentours de 6,85 %. Sa vente a permis d'externaliser une plus-value.

Icade est co-investisseur avec Klépierre dans le centre du Millénaire à Aubervilliers (Seine-Saint-Denis). Or, ce centre, ouvert en avril 2011, avec l'objectif d'attirer 15 millions de visiteurs en année pleine, n'en a accueilli, en 2013, que 6 millions. Il est présenté par Icade comme une sorte d'« équipement public » favorisant d'autres implantations. Selon le président d'Icade « dans un espace en devenir, l'urbanisation et la zone de chalandise avancent par paliers et sur un temps long. Mais, lorsqu'il est en place, le centre commercial joue un rôle structurant du territoire. Il n'est pas étranger à la décision du ministère de la justice de venir s'installer à Aubervilliers en 2015 (pour 30 000 m²), comme Veolia Environnement (pour 45 000 m²) en 2016 ».

Icade n'a pas, à ce stade, de projets nouveaux d'investissement dans d'autres centres commerciaux.

2. La santé

Icade entend devenir la « foncière de référence pour l'accompagnement des opérateurs exploitants ». Le *modus operandi* consiste à construire ou acheter, rénover et équiper des murs d'établissements de santé, puis à les louer à des opérateurs privés de cliniques qui en assurent l'exploitation. Son développement dans cette activité s'appuie sur la stratégie d'externalisation immobilière des exploitants qui veulent concentrer leurs investissements dans leurs équipements. Il constitue un important relais de croissance pour la société en période d'incertitude sur le marché de l'immobilier de bureaux, permet d'accroître le *cash flow* grâce à des baux de long terme et d'obtenir des taux de rentabilité élevés. Le périmètre d'intervention est la France entière et non la seule région parisienne, à la différence des bureaux et parcs tertiaires. Icade n'est pas la seule foncière tertiaire à opérer dans ce secteur (GECINA détient GECIMED, dont la capitalisation représente 1 à 1,2 Md€).

Le parc d'Icade Santé, filiale qui centralise cette activité, comprenait fin 2012 un portefeuille de murs de 55 établissements acquis à compter de 2007⁶² et loués à 7 groupes médicaux différents. Il représentait une surface à louer de plus de 780 000 m² pour 9 623 lits pour une valeur patrimoniale de 1 725 M€⁶³. Les investissements se poursuivent (janvier 2013 : achat de 4 établissements auprès d'un consortium d'investisseurs pour 175 M€; investissement de 95 M€ dans une clinique près de Reims en décembre 2013).

Tableau n° 23 : Chiffres clés d'Icade Santé

En M€	31/12/2011	31/12/2012
Loyers nets	61,0	90,5
EBO	55,9	85,4
RO	29,0	43,3
Valeur du patrimoine	1 317,0	1 725,5
Dette nette	749,9	683,9
ANR	554,2	1 032,3
LTV	56,90%	39,70%

Source : Icade

Pour financer ce développement, Icade recourt à un mode spécifique de financement en procédant à des ouvertures de capital de sa filiale Icade Santé, à sa valeur d'ANR, à des investisseurs institutionnels, désormais au nombre de 5⁶⁴, sous forme d'OPCI⁶⁵ à hauteur de 360 M€ en 2012 et encore 110 M€ en juin 2013, soit 470 M€ au total. Ces ouvertures ont conduit à une baisse de la part d'Icade, passée de 69 % début 2012 à 63 % à fin 2012 puis à 56,5 % à fin 2013, le solde (43,5 %) étant détenu majoritairement par des sociétés d'assurance-vie.

Icade ne gardera pas forcément de manière pérenne le contrôle majoritaire de cette activité qu'elle considère comme « alternative », même si elle entend continuer d'en assurer la gestion. Le taux de rentabilité pourrait ne pas se maintenir à son niveau actuel dès lors qu'Icade santé aurait atteint une taille critique (correspondant à la détention de 3 Md€ d'actifs). Aussi Icade pourrait-elle poursuivre son désengagement du capital, cette activité ayant alors vocation à devenir autonome sous la forme d'une SIIC spécialisée dans la santé.

C. LES HÉSITATIONS SUR LA PROMOTION

L'activité promotion se concentre aujourd'hui encore sur les logements. Icade intervient également comme promoteur dans le domaine des bureaux, des équipements publics ou de santé, des centres commerciaux. Les activités d'ouvrage et l'ingénierie sont également rattachées au pôle promotion depuis 2008.

⁶² Dont cinq en 2007, 14 en 2008, 4 en 2009, 6 en 2010, 15 en 2011 et 12 en 2012 répartie sur l'ensemble de la France métropolitaine, excepté la région PACA.

⁶³ Pour 100 % du capital.

⁶⁴ Principalement Crédit Agricole Assurance, BNP Paribas Cardif, CNP Assurances, Macif et maintenant Société Générale au travers de sa filiale Sogecap.

⁶⁵ Organisme de Placement Collectif Immobilier, non coté

1. La promotion de logements

Au sein de la promotion, le segment logements représente en moyenne 60 % du chiffre d'affaires. La sortie d'Icade de l'activité foncière logement en 2009-2010 n'a pas modifié cette situation dans la mesure où les liens d'affaires entre la promotion et la foncière logement ont toujours été quasi-inexistants. Sur ce segment, Icade détient une position de numéro 3 du marché. Avec 4,5% de part de marché en nombre de logement réservés, elle est dans la même catégorie que Kaufmann et Broad ou Altarea Cogedim, mais assez loin derrière Nexity et Bouygues Immobilier. Icade dispose par ailleurs de réserves foncières lui permettant d'envisager un chiffre d'affaires de plus de 1,6 Md€.

Tableau n° 24 : Activité et résultats de la promotion logement d'Icade

M€	2006	2007*	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Chiffre d'affaires	553,3	641,8	604,2	616,0	658,9	740,5	669,9	729,3
Excédent brut opérationnel (EBO)	69,2	79,3	27,3	7,2	23,0	56,7	51,7	40,1
Marge d'EBO	12,5%	12,4%	4,5%	1,2%	3,5%	7,7%	7,70%	5,50%
Résultat opérationnel	68,5	69,5	(30,6)	8,4	30,5	57,4	46,3	50,2
Lots mis en commercialisation	nd	nd	nd	4 047	4 591	5 961	5 697	3 536
Lots lancés	nd	nd	nd	3 171	5 676	4 430	4 169	4 483
Lots logts réservés (1)	3 833	4 120	3 052	5 057	5 172	4 463	4 295,0	3 533
Taux de désistement/ résa logts	nd	21%	26%	22%	19%	15%	19%	25%
Budget moyen / logt réservé (K€ TTC)	nd	nd	nd	187	191	200	190	220
(1°) dont :								
Bailleurs sociaux	nd	nd	nd	29,6%	13,4%	29,4%	26,40%	30,50%
Particuliers accédants	nd	nd	nd	28,5%	46,5%	29,5%	34,20%	35,30%
Investisseurs privés	nd	nd	nd	38,9%	36,2%	38,3%	25,00%	24,40%
Investisseurs institutionnels	nd	nd	nd	2,9%	3,9%	2,8%	14,40%	9,80%
Portefeuille foncier en nombre de lots	11 654	12 009	nd	9175	9 036	8 135	7 675	6 291
Portefeuille foncier en CA potentiel (Md€)	2036	2321	1,842	1,658	1,700	1,636	1,6	1,4

* acquisition d'Opéra Construction (97 M€ de CA)

Source : documents de référence et Icade

Le ralentissement brutal de l'activité entre septembre 2008 et le second trimestre 2009 a contraint Icade à prendre plusieurs mesures de préservation de la rentabilité future⁶⁶, tout en évitant un plan social. La baisse de chiffre d'affaires combinée à ces mesures s'est traduite par une perte significative (30,6 M€) au niveau du résultat opérationnel. Dans ce contexte difficile, la part de marché d'Icade a progressé néanmoins de 3,2 à 3,9 % du nombre de logements réservés. En 2009, l'activité s'est redressée à partir du second semestre sous l'effet des mesures gouvernementales⁶⁷.

⁶⁶ Non renouvellement des départs ou des fins de contrats courts, gel des salaires, fermeture de certaines implantations secondaires (Caen, Amiens, Nancy, Reims, Bergerac, Le Mans, Poitiers), abandon d'une cinquantaine d'opérations devenues insuffisamment rentables, ce qui a entraîné une perte de 9,1 M€ sur des frais déjà engagés (études, dédits sur des terrains...), analyse approfondie du portefeuille de terrains déjà acquis et constatation (en dessous de l'EBO, au niveau du RO) d'une provision de 45,7 M€ portant sur 102 opérations (sur un total de 247 projets en développement), rehaussement temporaire du taux de pré-commercialisation exigé avant le lancement des travaux de 30 à 50 %, retrait du segment des terrains à bâtir et des lotissements (cycle très court, activité de spécialiste nécessitant d'être adossé à un constructeur de maisons individuelles).

⁶⁷ Dispositif Scellier, doublement du prêt à taux zéro, vente de 1 330 logements aux ESH dans le cadre du plan de relance (opération « 30 000 logements »), pour un chiffre d'affaires de 209 M€ TTC, environ la moitié de ces ventes ayant été réalisées avec la SNI.

En 2010 et au cours des trois premiers semestres de 2011, Icade a bénéficié du rebond du marché. Celui-ci s'est à nouveau ralenti à compter de septembre 2011, ce ralentissement se prolongeant en 2012 et 2013. Il a été décidé de porter le niveau de pré-commercialisation préalable à l'acquisition foncière de 35 à 50 %.

2. La promotion tertiaire

L'évolution de la composition du chiffre d'affaires de la promotion tertiaire traduit le passage d'une logique d'intégration forte avec la foncière tertiaire à une stratégie orientée prioritairement vers la promotion pour compte de tiers. Les ventes intra-groupe dans les comptes consolidés, qui correspondent principalement aux flux entre la promotion et la foncière (tertiaire exclusivement), après avoir culminé à 157 M€ en 2008, ont décliné pour tomber à 88 M€ en 2011. Plus aucune opération de ce type n'est prévue dans le plan d'affaires 2013-2016. Les opérations internes au groupe Icade (ventes à la foncière tertiaire) ont été structurées à partir de 2010 sous forme de contrats d'assistance à maîtrise d'ouvrage (AMO) et non plus de contrat de promotion immobilière ou de vente en l'état futur d'achèvement.

Icade s'efforce aussi de maîtriser les risques : dans le tertiaire, les opérations « en blanc » ne représentent plus en 2012 qu'environ 13 % des surfaces des projets en cours de réalisation, la plupart des opérations en cours étant sécurisées par des investisseurs ou locataires tandis que la promotion publique, activité plus récurrente, ne comporte aucun aléa lié à la commercialisation.

Icade a tiré parti de la vague des partenariats publics privés (PPP) dans le domaine hospitalier, avec des grands projets tels que Saint-Nazaire ou Nancy. Ce marché s'est fortement contracté à partir de 2011. Dans le cadre des PPP, Icade a pour politique de ne plus intervenir à la fois comme promoteur et comme investisseur. Elle accepte toutefois de prendre des participations temporaires dans les sociétés de projet, dès lors que sa sortie est acquise au bout de deux ans, et dans la limite d'une exposition totale de moins de 30 M€. La CDC prend régulièrement des participations minoritaires dans des PPP. Dans ce cas, elle propose à Icade d'intervenir comme promoteur, sans obligation pour cette dernière, selon celle-ci.

3. Un débat qui reste à trancher sur l'activité de promotion

Disposer d'un promoteur intégré apte à développer aussi bien des programmes de logements que tertiaires est un atout dans les discussions avec les collectivités territoriales qui préfèrent confier l'ensemble du développement d'un quartier (équipements et logements) à un seul promoteur. Icade n'envisage donc pas de spécialiser son activité promotion sur les seuls équipements publics.

En revanche, les synergies avec la foncière sont limitées. Il n'a jamais existé de lien d'affaires entre la promotion et la foncière logement. La foncière tertiaire préfère le plus souvent acheter un bien en état d'être immédiatement loué ; la seule situation où l'intégration est toujours préférée concerne les parcs tertiaires : la compétitivité des parcs tertiaires se voit renforcée par la capacité du groupe à proposer une offre de promotion tertiaire. Sur certains projets, comme l'implantation des bureaux de Veolia Environnement ou du ministère de la Justice, Icade a fait l'expérience d'une intégration verticale réussie.

L'enjeu social du sort de la promotion est élevé pour Icade. Sur ses 1 712 employés (fin 2012), 962 sont rattachés au pôle promotion. Une sortie de ce pôle engendrerait des coûts et serait de nature à provoquer des tensions sociales.

Malgré les interrogations des analystes financiers sur le maintien d'une activité promotion moins rentable que l'activité foncière, et les suggestions de certains actionnaires de se séparer de cette activité, la CDC et Icade ont pour l'heure choisi le statu quo. En tout état de cause, la fusion d'Icade et de SILIC dilue le risque que peut représenter cette activité pour le groupe, tenant surtout à la consommation de fonds propres et de besoin en fonds de roulement. Par ailleurs, Icade n'est pas assurée, dans le contexte actuel, de pouvoir céder l'activité promotion dans des conditions satisfaisantes.

V. LE NOUVEAU POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE D'ICADE

A. ICADE, FONCIÈRE TERTIAIRE

1. Un patrimoine en forte augmentation

L'activité « foncière tertiaire » est devenue le cœur de métier d'Icade. La valeur globale du parc est ainsi passée de 2,2 Md€ à fin 2006 à près de 6,6 Md€ (hors droits) fin 2012, soit plus de trois fois le patrimoine initial, à la suite d'une succession soutenue d'acquisitions tout au long de la période, financées par les cessions de logements, pour l'essentiel, et par l'emprunt. L'effort d'investissement s'est concentré dans les secteurs des bureaux en région parisienne et des « équipements publics et santé », ce qui a conduit à une transformation en profondeur de la composition du patrimoine. Après l'absorption de SILIC, ce patrimoine est estimé (en juste valeur, à dire d'expert) à 9,7 Md€.

Tableau n° 25 : Évolution du patrimoine d'immeubles de placement sur la période 2007/2013

M€ et %	31/12/2006			31/12/2009			31/12/2012			31/12/2013		
	VNC	JV	%JV	VNC	JV	%JV	VNC	JV	%JV	VNC	JV	%JV
Bureaux France	498	661	16%	978	1 042	18%	2 137	2 426	36%	3 217	3 554	36%
Parcs tertiaires	712	1 162	28%	810	1 243	22%	890	1 570	23%	3 155	3 943	40%
Centres commerciaux	)	)	)	)	281	5%	299	442	6%	86	121	1%
Santé	) 39	) 46	1%	) 1 083	661	11%	1 510	1 725	25%	1 605	1 887	19%
Entrepôts	)	)	)	)	227	4%	190	197	3%	37	40	0%
Bureaux Allemagne	316	372	9%	330	358	6%	221	233	3%	154	156	2%
Autres							5	0	0%	5	0	0%
Sous-total parc tertiaire	1 565	2 241	54%	3 201	3 812	66%	5 252	6 593	95%	8 259	9 701	98%
Logements	374	1 889	46%	449	1 992	34%	38	257	4%	29	182	2%
Total	1 939	4 130	100%	3 650	5 804	100%	5 290	6 850	100%	8 288	9 883	100%

Sources : documents de référence Icade, traitement Cour des comptes

Au cours de la période 2007/2013, Icade s'est constitué un portefeuille d'actifs, qualifiés par elle, à fin 2013, de « stratégiques » en ce qui concerne les bureaux en France et les parcs tertiaires (76 % du total en juste valeur) et « d'alternatifs », pour les établissements de santé (murs de clinique) (19 %). Jusqu'en 2012 inclus, la catégorie "alternatifs" comprenait également les centres commerciaux désormais classés en "non stratégiques" depuis la cession du centre commercial Odysséum et des pôles ludiques de Montpellier en novembre 2013 et le reclassement du centre commercial "Le Millénaire" en parc d'affaires.

Cette appréciation du portefeuille d'actifs tertiaires est confirmée par ses performances globales intrinsèques, synthétisées dans le tableau suivant.

Tableau n° 26 : Activité foncière tertiaire sur la période 2006/2013

M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bureaux France	51,7	56,9	73,1	75	93,6	98,6	128,0	143,5
Parcs tertiaires	62,8	69,5	81,3	86,9	89,3	95,8	94,6	160,7
Commerces et centres commerciaux			8,1	9,1	14,9	22,1	24,8	17,0
Equipements publics et santé	3,9	16	34,2	55,0	67,4	82,2	91,4	123,9
Entrepôt					21,0	23,1	22,4	9,1
Bureaux Allemagne	5,7	14,7	15,7	16,5	16,7	16,3	16,0	11,1
Autres (intra-métiers/Holding/Autres)								-5,5
Total Chiffre d'affaires	124,1	157,1	212,4	242,5	302,9	338,1	377,2	459,7
Bureaux France	126,9	41,9	53,4	32,6	41,4	33,1	15,9	-0,6
Parcs tertiaires	24,8	25,9	33,1	22,4	33,6	43,5	40	56,9
Commerces et centres commerciaux			2,9	0,8	7,5	6,6	5,8	68,8
Equipements publics et santé	3,1	11,6	20,8	31,7	37,5	45,1	43,3	60,5
Entrepôt					(5,1)	(1,9)	-8,9	-2,6
Bureaux Allemagne	2,4	4,6	4,6	8,8	5,9	12,5	-1,4	1,7
Autres (intra-métiers/Holding/Autres)								-3,3
Total Résultat Opérationnel	157,3	84,0	114,8	96,3	120,8	138,9	94,7	181,3
Bureaux	1 078,9	1 748,9	1 653,7	1 400,2	2 687,7	2 674,9	2 659,1	3 709,9
Parcs Tertiaires	1 229,7	1 503,1	1 423,2	1 288,7	1 416,1	1 542,0	1 570,2	3 943,4
Commerces et centres commerciaux		89,9	206,1	281,2	370,3	437,1	441,5	121,0
Equipements publics et santé	179,2	307,6	734,0	841,7	1 035,3	1 514,2	1 724,5	1 886,8
Entrepôts				-	258,9	247,3	197,4	40,2
Valeur du patrimoine hors droits	2 487,8	3 649,5	4 017,0	3 811,8	5 768,3	6 415,5	6 592,7	9 701,3
Bureaux France	94%	98%	92%	66%	85,0%	90,8%	93,2%	84,2%
Parcs tertiaires	93%	88%	88%	88%	91,0%	93,8%	92,4%	86,9%
Commerces et centres commerciaux			100%	100%	100,0%	99,2%	99,0%	100,0%
Equipements publics et santé		100%	100%	100%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Entrepôts					90,4%	89,8%	90,3%	77,2%
Bureaux Allemagne	76%	75%	78%	85%	85,5%	87,9%	85,4%	98,3%
Taux d'occupation physique	89,2%	89,8%	91,5%	88,6%	92,4%	94,2%	94,7%	90,3%
Bureaux France	436	471	410	422	443	415	405	393,2
Parcs tertiaires	232	256	275	288	258	271	275	219
Commerces et centres commerciaux			60	91	92	114	116	64
Equipements publics et santé		non dispo	non dispo	158	159	162	148	149
Entrepôt					44	41	43	36
Bureaux Allemagne	non dispo	127	131	155	156	153	134	140
Loyer moyen / m2 (€)	165	168	166	187				
Bureaux France	84 886	229 964	275 290	237 880	290 916	287 600	308 249	580 055
Parcs tertiaires	398 270	448 547	474 775	474 244	473 441	471 968	475 378	1 467 332
Commerces et centres commerciaux			135 976	158 321	176 511	211 295	211 346	157 864
Equipements publics et santé	30 000	115 015	286 625	364 126	442 793	617 186	780 327	869 670
Entrepôt					599 004	598 470	561 987	164 672
Bureaux Allemagne	149 646	149 048	143 920	119 264	119 762	120 397	99 473	68 454
Surfaces louables en m2	662 802	942 574	1 316 586	1 353 835	2 102 427	2 306 917	2 436 760	3 308 047
Bureaux France	non dispo	non dispo	non dispo	3,9	5,6	4,9	5,6	4,8
Parcs tertiaires	non dispo	non dispo	non dispo	2,4	3,4	3,6	4,2	3,1
Commerces et centres commerciaux	non dispo	non dispo	non dispo	7,7	8,0	5,6	4,7	7,9
Equipements publics et santé	non dispo	non dispo	non dispo	11,7	10,6	10,2	9,6	9,2
Entrepôt	non dispo	non dispo	non dispo		5,8	5,4	4,8	1,6
Bureaux Allemagne	non dispo	non dispo	non dispo	5,6	4,9	6,8	7,5	7,7
Durée résiduelle des baux en années	-	-	-	5,8	6,2	6,2	6,4	5,2
Acquisitions d'actifs	497,0	503,1	470,5	149,3	131,0	407,5	309,6	137,0
Restructurations d'actifs			26,4	36,7	57,6	120,1	98,7	48,0
Constructions/ extensions	122,8	132,4	196,1	248,8	260,8	165,6	94,6	119,2
Rénovation/ gros entretien	16,8	22,4	10,5	13,4	31,4	40,2	54,7	33,3
Investissements	636,6	657,9	703,5	448,2	480,8	733,4	557,6	337,5
Rénovation/ gros entretien en % valeur					0,5%	0,6%	0,8%	0,3%
Cessions (prix de vente)	285,0	4,4	61,8	184,1	14,4	217,6	275,5	534,0

Source : documents de référence

2. La problématique de la rentabilité globale du parc

Du point de vue comptable, le caractère récent du parc nuit à sa rentabilité nette apparente. Le phénomène s'est encore accentué, en 2013, avec l'entrée du patrimoine de SILIC, le 23 juillet 2013.

Alors que le chiffre d'affaires de l'activité (constitué en quasi-totalité de loyers) a triplé entre 2006 et 2012 en passant progressivement de 124 M€ à 377 M€, le résultat opérationnel, soit le résultat après opérations de cession et dotations aux amortissements, a quasiment stagné, voire baissé au cours de la même période, à la suite de la reconstitution des bases amortissables mais également d'importantes provisions pour dépréciation d'actifs⁶⁸. Après prise en compte des frais financiers, (imputables à l'activité dans la proportion de 95 %, selon Icade), le résultat net de l'activité foncière tertiaire est quasi-nul à fin 2012, malgré un taux d'occupation en constante augmentation.

En revanche, du point de vue financier, la marge brute d'autofinancement n'a cessé de croître à concurrence des dotations annuelles aux amortissements dégagées par l'activité (177 M€ de dotations aux amortissements en 2012 imputables en quasi-totalité à l'activité).

Le pari d'Icade réside, en conséquence, dans le potentiel de croissance important du portefeuille existant qui est aujourd'hui « jeune ». Ce potentiel est, toutefois, tributaire de l'évolution de l'offre et de la demande sur le marché des bureaux.

3. Des disparités dans la rentabilité des différents secteurs

Si, à fin 2012, la rentabilité globale du parc (calculée sur la base du ratio « résultat opérationnel/valeur du patrimoine hors droits ») ne dépasse pas les 1,50 %, elle n'est que de 0,60 % en ce qui concerne les bureaux qui représentent 40 % de la valeur du patrimoine.

Ce taux est, en revanche, de 2,51 % pour les seuls « équipements publics et santé », domaine où Icade a fortement investi à compter de 2007 et obtient aujourd'hui des rendements élevés avec des coefficients de marge (loyers nets/loyers bruts) et/ou d'occupation proches des 100 %, sécurisés par des baux longs (12 ans).

B. LES RISQUES

1. Les risques connus

Deux opérations notamment sont susceptibles d'entraîner des pertes de valeur notables.

La tour EQHO.

La tour Descartes, renommée tour EQHO en 2011, est un immeuble de 40 étages, situé à La Défense et d'une surface commercialisable de 79 200 m²⁶⁹. Elle a été acquise, notamment auprès de la CDC, par la précédente direction d'Icade en plusieurs étapes entre 2004 et 2007, alors que son locataire unique (IBM) avait fait connaître, dès 2006, son intention de déménager.

⁶⁸ Les pertes de valeurs sur les actifs de la foncière s'élèvent à 89,3 M€ en 2012 dont 55,4 M€ pour la Tour EQHO.

⁶⁹ Soit jusqu'à 5 922 postes de travail.

La tour EQHO fait partie de l'héritage de la société ; elle ne s'inscrit plus dans la stratégie mise en place depuis 2007. D'une part, Icade s'abstient désormais d'investir dans des actifs ou des projets qui ne sont pas pré-commercialisés. D'autre part, cette tour représente une surface unitaire trop importante qui accroît les risques de vacance et impose une gestion locative complexe.

Icade a néanmoins massivement investi dans cet actif afin de pallier les conséquences négatives de sa détention sur les performances financière et boursière du groupe. L'investissement initial d'Icade dans la tour EQHO s'est élevé à 385 M€. Plus de 307 M€⁷⁰ ont été investis en travaux, soit 80 % du prix d'acquisition. Le prix de revient total est donc de 692 M€ (hors actualisation). La tour rénovée a été livrée en juillet 2013.

Sa valeur nette comptable était de 606 M€ au 31 décembre 2012, mais sa juste valeur était estimée à 512,8 M€. Cette valeur d'expertise a encore baissé au cours de l'année 2013 (-26,3 M€ au cours du seul premier semestre 2013) pour atteindre, au 31 décembre 2013, le montant de 458,6 M€ pour une valeur nette comptable à cette date de 628 M€, obligeant Icade à constater, au titre de ce seul exercice, une provision complémentaire pour dépréciation de 76,0 M€. Fin 2013, la provision globale s'élevait ainsi à 169,4 M€ et représentait plus du quart de la valeur nette comptable du bien.

Même si la fusion avec Silic a permis de diluer le poids de la tour EQHO dans le total des actifs d'Icade, elle en représentait encore 7,5 %, mais comptait pour 21 % du pôle bureaux (hors Allemagne).

Icade a annoncé le 6 juin 2014 avoir signé un bail de douze ans et demi avec un locataire pour 40 468 m² (soit un peu plus de la moitié de la surface) et entretenir des négociations actives pour le reste des surfaces à louer. Cette location a provoqué une appréciation du cours du titre Icade qui, le lendemain de l'annonce, cotait pour la première fois, depuis le 8 juillet 2011, au-dessus de son actif net réévalué. Les principales caractéristiques du bail envisagé étaient déjà connues à la clôture de l'exercice et ont été intégrées dans la valorisation de la tour EQHO. Par conséquent aucune nouvelle provision n'était envisagée au 30 juin 2014.

Tour PB5 (ex Scor)

La tour Scor a été rebaptisée PB 5, le bail de Scor arrivant à échéance à fin 2012. Sa juste valeur est tombée de 142,6 M€ au 31/12/2010 à 131,5 M€ au 14/12/2011 puis 117,5 M€ au 31/12/2012, pour une valeur nette comptable de 133,5 M€ à la même date. Icade a décidé (comité d'engagement du 19 juillet 2012) un programme de rénovation et de mise en conformité de 12,6 M€ (auxquels pourront se rajouter 9,4 M€ de travaux complémentaires) à entreprendre à compter de 2013. La baisse de la valeur locative et l'allongement prévisible de la période de vacance pèsent sur la valeur de ce bien.

2. Les risques liés aux aléas des marchés

Les risques d'un retournement de marché (notamment pour les locations de bureaux dans l'ouest parisien) ne peuvent, à ce jour, être écartés, en raison à la fois de la conjoncture économique générale et de l'abondance de l'offre dans certaines zones, y compris pour les bureaux neufs ou restructurés. Ainsi, l'offre de bureaux à La Défense pourrait être durablement excédentaire : 438 000 m² y étaient disponibles au 1er trimestre 2014, soit un

⁷⁰ Au 30 juin 2013. 44 M€ d'investissements supplémentaires sont envisagés entre 2014 et 2016.

taux de vacance de 13,5 %⁷¹. Les loyers économiques ont enregistré des baisses très significatives au cours des dernières années. Des signes positifs ont néanmoins été enregistrés en particulier au deuxième trimestre 2014. La commercialisation de la moitié de la Tour EQHO est la plus importante depuis 18 mois.

Si les risques ne doivent pas être sous-estimés, on constate cependant, malgré un contexte d'évolution des marchés à la baisse concrétisé par une chute des ANR, la dernière crise n'a pas obéré les capacités de distribution et de remboursement d'Icade. La société a réussi à maîtriser son niveau d'endettement, ce qui constitue le moyen de contrer le risque majeur de l'immobilier de bureaux. Au premier semestre 2014, le cours de l'action s'est apprécié de 20 % et Icade est aujourd'hui cotée à un niveau correspondant à l'ANR.

C. Le bilan après la réorientation de l'activité

A ce stade, la société présente les forces et les faiblesses suivantes :

1 Les atouts d'Icade

Icade est la première foncière de bureaux d'Europe avec 7,5 Md€ d'actifs de bureaux et parcs tertiaires implantés presque exclusivement sur le territoire du Grand Paris. Elle a, en portefeuille, des actifs récents et plutôt de bonne qualité (la quote-part des actifs en exploitation certifiés HQE représente 24 % fin 2013). La fusion avec Silic a permis de doubler les réserves foncières du groupe qui détient désormais 2 millions de m² et dispose ainsi d'un potentiel de développement.

Son implantation aux portes de Paris et sur les principales zones d'activité de la région parisienne lui permet d'offrir aux entreprises une large gamme de loyers comprise entre 100 €/m² et 700 €/m.

Elle possède, en outre, des capacités de développement importantes sur ses parcs d'activité et notamment sur le site des « Parcs des portes nord de Paris » (Paris-Aubervilliers-Saint-Denis) comme en témoignent les futures implantations de Veolia Environnement (45 000 m²) et du ministère de la Justice (32 000 m²).

La structure de bilan de la société est saine (LTV de 40,2 % au 31 décembre 2013 pour une limite de "covenant" bancaire de 52,0 %). Elle a accès au marché obligataire (émission d'une tranche double en septembre 2013, complétée d'une nouvelle émission en avril 2014) qui permet d'optimiser et de diversifier les sources de financement.

Enfin, Icade demeure adossée au groupe Caisse des dépôts.

2 Les points faibles

L'offre de bureaux est actuellement excédentaire dans la région parisienne (taux de vacances de 7,1 % au premier trimestre 2014 contre une moyenne de 6,0 % sur la période 2004-2013), notamment à La Défense (taux de vacances de 13,5 % au premier trimestre 2014 contre une moyenne de 6,5 % sur la période 2004-2013). Icade rencontre donc des défis importants en matière de commercialisation (il reste à louer près de la moitié des 78 000 m² de la tour EQHO).

⁷¹ CBRE, Market view bureaux T1 2014

De plus, la concentration des actifs d'Icade dans la périphérie de Paris accroît la volatilité de leur valorisation. En outre, les baux sont d'une durée courte dans ses parcs d'affaires (3,1 ans).

Concomitamment, le marché de la promotion de logements est en crise.

Enfin, une augmentation du niveau des taux d'intérêt à long terme aurait un impact négatif immédiat sur la valeur des actifs de l'ensemble des sociétés foncières et alourdirait les conditions de financement de la dette et de nouveaux projets.

3 Le contrôle majoritaire de la Caisse des dépôts

Le rôle d'Icade dans le développement du nord-est de Paris au travers de ses parcs tertiaires ne justifie pas, en lui-même, que son capital soit contrôlé par des intérêts publics. Jusqu'en 2002, EMGP était d'ailleurs détenue par le secteur privé et Silic dont l'activité dans les parcs tertiaires autour de Paris est comparable à celle d'Icade était contrôlée jusqu'à récemment par Groupama.

Plusieurs raisons militent néanmoins pour le maintien dans le groupe CDC, au stade actuel.

Les caractéristiques de l'activité d'Icade correspondent à la mission d'investisseur de long terme de la CDC. La valorisation des actifs d'Icade exige, en effet, du temps long. Il a ainsi fallu attendre 2012 pour que le nord-est de Paris soit desservi par la ligne 12 du métro et le tramway. L'implantation d'une gare RER, porte d'Aubervilliers, en 2015 et le prolongement de la ligne 12 du métro jusqu'à la mairie d'Aubervilliers en 2017, les projets ultérieurs du grand Paris, viendront dans le futur encore accroître l'attractivité de ces actifs pour les entreprises et donc leur valorisation pour les actionnaires d'Icade.

Une cession prématurée de sa participation dans Icade priverait, par conséquent, la CDC d'importantes chances de plus-value de long terme. Par ailleurs, un désengagement à horizon rapproché se ferait en bas de cycle économique.

Même si ses origines remontent à plus d'une cinquantaine d'années, Icade sous sa forme actuelle, est en fait une société jeune dont le repositionnement sur les activités tertiaires n'a pas encore porté tous ses fruits. Au surplus, la création de valeur pour ses actionnaires est étroitement liée à l'action du secteur public : c'est grâce à la souscription de la CDC au capital d'une filiale de Groupama, qu'Icade a pu prendre le contrôle de Silic ; l'ensemble Icade Silic devrait grandement bénéficier de l'ensemble des investissements réalisés dans le cadre du Grand Paris. Aussi l'intérêt patrimonial de la CDC commande-t-il de ne pas céder le contrôle d'Icade avant que ses actifs aient gagné en maturité et sans avoir valorisé sa prime de majoritaire au sein de Holdco SIIC.

PARTIE III : LES COMPTES ET LES RÉSULTATS

I. MÉTHODES COMPTABLES ET CERTIFICATION DES COMPTES

A. LE PÉRIMÈTRE DE LA CONSOLIDATION

Le périmètre de la consolidation (345 entités principalement réparties en 3 pôles) est retracé dans le tableau suivant.

Tableau n° 27 : Organigramme du groupe Icade à fin 2013

Tête de groupe, société mère :		Icade			
Filiale de gestion de trésorerie:		Icade Finances - IG			
Sous holdings, filiales de moyens:		Sarl EPP Périparc - IG			
		SARL Havane - IG			
		SAS SOCOMIE - IG			
Pôle "Foncière"		Pôle "Promotion"		Pôle "Services"	
Intégration globale	63 filiales	Intégration globale	143 filiales	Intégration globale	7 filiales
Intégration propor.	3 filiales	Intégration propor.	99 filiales	Intégration propor.	
Mise en équivalence		Mise en équivalence	21 filiales	Mise en équivalence	

Sources : rapports publics annuels Icade

Jusqu'en 2012, seules figuraient en tête du groupe, outre Icade SA, sa filiale de gestion de trésorerie Icade Finances. L'apparition au haut de la pyramide de la SARL EPP Périparc et des SAS Havane et Socomie résulte de la consolidation (puis de la fusion au 31 décembre 2013) de la SIIC SILIC.

La SARL EPP Périparc est une société holding (filiale de SILOC puis de Icade post fusion). Elle a pour seule activité la détention à 100 % des titres de la SARL du Nautille qui porte des actifs immobiliers.

La SAS SOCOMIE est la société qui porte le personnel du groupe SILIC pour son activité de prestations de service internes. Elle détient également des participations minoritaires dans les filiales de SILIC (Sepac et JCB2), dont le reste des parts est détenu par SILIC (puis Icade postérieurement à la fusion).

La SAS Havane est, quant à elle, une coquille vide.

Cette organisation de tête devrait donc être simplifiée dans un délai rapproché.

B. LES PRINCIPES COMPTABLES APPLIQUES

Les états financiers du groupe Icade sont établis conformément aux normes comptables International Financial Reporting Standards (IFRS), depuis le 31 décembre 2005. Aucun changement de méthode ayant un impact significatif sur les comptes n'est intervenu au cours de la période sous revue.

C. L'OPINION DES COMMISSAIRES AUX COMPTES

Les comptes consolidés d'Icade ont été audités par Mazars et KPMG de 2006 à 2012. À la suite d'une décision de l'assemblée générale des actionnaires en date du 22 juin 2012, PriceWaterhouseCoopers a remplacé KPMG, dont le mandat arrivait à son terme. Ce choix visait notamment à disposer, à compter de l'arrêté des comptes au 30 juin 2012, d'un commissaire aux comptes commun avec SILIC. En 2013, les honoraires des commissaires aux comptes et des experts immobiliers se sont élevés respectivement à 2,7 M€ HT et 0,7 M€ HT (hors opération de rapprochement puis de fusion avec SILIC).

Les comptes consolidés ont été certifiés sans réserve pour chacun des exercices 2006 à 2013. L'opinion des commissaires aux comptes comporte, toutefois, à compter des comptes 2010, une observation appelant l'attention sur la note annexe aux états financiers décrivant le risque relatif au redressement fiscal mis à la charge d'Icade, pour un montant de 180 M€ en principal, porté à 225 M€ en 2012 (pénalités incluses), somme qui n'est pas provisionnée dans les comptes. Ce point sera évoqué infra.

Compte tenu de l'option retenue par Icade pour la valorisation des immeubles de placement (coût historique), l'enjeu lié à la juste valeur des immobilisations dans le cadre de l'audit se limite à l'annexe aux comptes et à la dépréciation des immeubles de placement. Sur ces points, l'opinion des commissaires aux comptes s'appuie très largement sur les évaluations réalisées par des experts immobiliers engagés par Icade. Les commissaires aux comptes renvoient les travaux des experts pour s'assurer du caractère raisonnable des hypothèses retenues et comprendre l'origine des fluctuations de la juste valeur mais ne produisent pas leur propre chiffrage de celles-ci.

II. LES RÉSULTATS

A. LES RÉSULTATS CONSOLIDÉS

Les principales données figurent dans le tableau ci-après.

Tableau n° 28 : compte de résultat 2006-2013

M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Chiffre d'affaires	1 327,2	1 481,8	1 598,7	1 505,6	1 431,8	1 492,0	1 499,3	1 592,80
Autres produits liés à l'activité	10,5	9,4	7,3	9,4	10,0	3,3	5,5	4,1
Produits financiers liés à l'activité	5,5	7,7	9,2	2,8	1,4	1,7	1,5	1,4
Achats consommés	(552,5)	(659,2)	(759,8)	(741,1)	(720,9)	(793,7)	(810,4)	(871,6)
Services extérieurs	(246,2)	(262,0)	(227,9)	(194,1)	(182,7)	(145,2)	(111,1)	(85,0)
Impôts, taxes et versements assimilés	(50,4)	(48,9)	(47,2)	(47,2)	(33,2)	(24,6)	(26,5)	(27,2)
Charges de personnel, intéressement et participation	(220,8)	(226,8)	(232,7)	(217,3)	(192,3)	(173,9)	(167,6)	(152,1)
Autres charges liées à l'activité	(11,0)	(11,1)	(12,4)	(15,8)	(9,7)	(4,1)	(6,2)	7,0
Excédent brut opérationnel	262,3	290,9	335,2	302,3	304,4	355,5	384,5	469,4
Charges d'amortissements nettes des subventions d'investissement (a)	(81,4)	(97,0)	(123,5)	(116,8)	(149,4)	(148,6)	(176,8)	(215,6)
Charges et reprises liées aux pertes de valeur sur actifs corporels, financiers et autres actifs courants	13,6	(0,3)	(61,2)	(52,6)	23,2	(32,3)	(85,7)	(69,0)
Résultats sur cessions	125,0	139,3	296,2	532,2	1 173,9	63,7	80,8	122,4
Pertes de valeur sur écarts d'acquisition et immobilisations incorporelles	-	0,7	0,1	-	0,4	-	(1,6)	(3,1)
Résultat opérationnel	319,5	333,6	446,8	665,1	1 352,5	238,3	201,2	304,1
Résultat financier	(16,8)	(40,7)	(99,1)	(100,2)	(99,3)	(97,2)	(101,6)	(122,1)
Part dans le résultat des sociétés mises en équivalence	(0,3)	0,3	1,1	4,9	3,0	1,0	(0,7)	2,1
Impôt sur les résultats	(76,9)	(247,5)	(31,2)	(34,4)	(33,6)	(44,1)	(37,2)	-39,2
Résultat des activités abandonnées	-	-	-	-	-	-	-	-
Résultat net consolidé	225,5	45,7	317,6	535,4	1 222,6	98,0	61,7	144,9
Part du groupe	211,3	36,9	312,5	527,1	1 218,0	93,0	52,7	126,9
Minoritaires	14,2	8,8	5,1	8,3	4,6	5,0	9,0	18
<i>Croissance du CA</i>	<i>12,6%</i>	<i>11,6%</i>	<i>7,9%</i>	<i>-5,8%</i>	<i>-4,9%</i>	<i>4,2%</i>	<i>0,5%</i>	<i>6,2%</i>
<i>EBO en % du CA</i>	<i>19,8%</i>	<i>19,6%</i>	<i>21,0%</i>	<i>20,1%</i>	<i>21,3%</i>	<i>23,8%</i>	<i>25,6%</i>	<i>29,5%</i>
<i>RO en % du CA</i>	<i>24,1%</i>	<i>22,5%</i>	<i>27,9%</i>	<i>44,2%</i>	<i>94,5%</i>	<i>16,0%</i>	<i>13,4%</i>	<i>19,1%</i>
<i>RN en % du CA</i>	<i>17,0%</i>	<i>3,1%</i>	<i>19,9%</i>	<i>35,6%</i>	<i>85,4%</i>	<i>6,6%</i>	<i>4,1%</i>	<i>9,1%</i>
<i>Effectif moyen</i>	<i>3531</i>	<i>3518</i>	<i>3483</i>	<i>2702</i>	<i>1863</i>	<i>1859</i>	<i>1 739</i>	<i>1 533</i>

Source : Documents de référence publiés

1. Les produits

- Chiffre d'affaires et EBO

Ni le chiffre d'affaires (CA) ni l'excédent brut opérationnel (EBO) ne connaissent une progression régulière, même si la tendance globale est à la hausse de 2006 à 2012 : + 13 % pour le premier, + 46 % pour le second, malgré une chute en 2009 et 2010.

L'augmentation sensible constatée entre 2012 et 2013 doit, à cet égard, être relativisée dans la mesure où elle est imputable en quasi-totalité à l'incorporation au compte de résultat des opérations SILIC à compter du 22 juillet 2013, soit respectivement 86,7 M€ et 87,2 M€ en termes de chiffre d'affaires et d'EBO.

Contrairement à certains de ses concurrents (par exemple Unibail), Icade ne communique pas sur le revenu locatif et la rentabilité de la foncière sur une base à parc constant et hors éléments non récurrents.

- Les produits de cession

- La majorité des cessions a porté sur l'immobilier résidentiel. Le pic a été atteint en 2010 avec la réalisation des ventes au consortium formé par la SNI. Les autres branches ont beaucoup moins contribué aux résultats de cession, Icade ayant choisi de se défaire de ses logements pour investir dans des secteurs plus rentables.

- L'immeuble Atrium, place des Vins de France, venu de Compagnie la Lucette, évalué à 96,4 M€ lors de l'acquisition de celle-ci par Icade (au 31 décembre 2009), a été cédé en juillet 2011 à une autre foncière pour 106 M€, soit 10 % de plus en dix-huit mois, dans un marché déprimé. Cette transaction n'a pu être conclue dans ces conditions favorables que parce qu'Icade, après renégociation, avait loué cet immeuble au ministère de l'économie et des finances aux termes d'un bail conclu le 1er janvier 2010 pour neuf ans fermes, pour un loyer élevé, plus de 560 €/m²⁷² mais quelques mois avant l'institution du plafond de 400 €/m² pour les baux conclus pour les services de l'État à Paris.

2. Les charges

Leur évolution se caractérise par :

- une charge d'impôt exceptionnelle associée à l'option pour le statut de SIIC en 2007 (charge "d'exit tax" ou libératoire d'impôt sur les sociétés de 229 M€ à régler en fait de 2007 à 2010) ;

- la volatilité des charges et reprises liées aux pertes de valeur sur actifs (les charges importantes enregistrées en 2008 et 2009 reflètent respectivement le ralentissement brutal de l'activité promotion logement à partir de septembre 2007, et la restructuration d'immeubles de placement (bureaux) acquis en 2006 et 2007 (la tour EQHO notamment) ;

- la relative stabilité des amortissements en proportion de la valeur brute des immeubles de placement de la foncière ;

- la stabilisation depuis 2008 de la charge de la dette, après une forte augmentation lors des deux exercices antérieurs, l'augmentation constatée en 2013 découlant, en fait, de l'augmentation de la taille du bilan, à la suite de la consolidation puis de la fusion avec SILIC.

3. Le *cash flow* net courant

Outre les éléments classiquement tirés du compte de résultat, Icade utilise comme les autres foncières la notion de "*cash-flow* net courant". Son *cash-flow* net courant a constamment crû d'un exercice sur l'autre depuis 2010, la forte progression constatée entre 2012 et 2013 (+25 %) étant toutefois à imputer à la consolidation du groupe SILIC à compter du 23 juillet 2013, qui masque en réalité une dégradation sur l'exercice.

B. LES PERFORMANCES DES BRANCHES

L'activité foncière explique l'essentiel des résultats tandis que l'activité promotion représente l'essentiel du chiffre d'affaires.

⁷² Entre 565 €/m²/an (47€ par mois) (PV du 7 avril 2011) et 621€/m²/an (52 € par mois) (courrier TFG annexé au PV du 23/12/2009). La règle du plafond de 400 €/m² pour les administrations n'a été annoncé par le ministre du budget que le 19 mai 2010.

À fin 2013, l'activité « promotion » représentait plus des deux tiers du chiffre d'affaires et occupait plus de la moitié des effectifs mais elle contribuait pour moins de 15 % à l'excédent brut opérationnel, sa rentabilité, mesurée par le rapport EBO/CA, n'étant que de 5,7 % contre près de 8,5 % pour l'activité « foncière ».

A la même date, les « services » ne représentaient plus que 3 % du chiffre d'affaires total pour moins de 1 % de l'EBO, chiffres en baisse significative par rapport à 2011 (respectivement 7 % et 3 %), à la suite de la cession au cours de l'exercice d'une partie de l'activité.

Enfin, la ligne « Autres » regroupe à la fois les éliminations inter-pôles et les coûts de la holding, étant précisé que les produits et charges de l'entité Icade SA se rapportent à la fois aux fonctions de holding et à l'activité de foncière.

Tableau n° 29 : Contribution des différentes activités au chiffre d'affaires et à l'excédent brut opérationnel

M€	2006	2007 publié*	2007 retraité*	2008	2009	2010	2011	2012	2013	% du total
Foncière	327,7	358,4	358,4	409,4	421,8	394,2	364,0	399,7	476,4	29,9%
Promotion	790,8	975,0	998,5	1142,3	1091,8	1 030,8	1 106,3	1 070,7	1 091,5	68,5%
Services	214,7	237,8	210,7	204,1	151,0	107,4	110,1	62,8	48,4	3,0%
Autres	(5,9)	(89,4)	(85,9)	(157,0)	(159,0)	(100,5)	(88,4)	(33,9)	(23,5)	-1,5%
Chiffre d'affaires	1 327,3	1 481,8	1 481,7	1 598,8	1 505,6	1 431,9	1 492,0	1 499,3	1 592,8	100,0%
Foncière	179,3	215,9	216	273,2	285,7	263,6	287,7	323,0	404,1	86,1%
Promotion	90,3	104,3	105,3	87,9	45,7	60,9	82,0	68,9	61,9	13,2%
Services	4,1	14,5	12,7	11,9	3,7	8,3	10,2	5,2	4,5	0,9%
Autre	(11,4)	(43,8)	(43,2)	(37,8)	(32,8)	(28,4)	(24,4)	(12,6)	(1,1)	-0,2%
Excédent Brut Opérationne	262,3	290,9	290,8	335,2	302,3	304,4	355,5	384,5	469,4	100,0%
Foncière	54,7%	60,2%	60,3%	66,7%	67,7%	66,9%	79,0%	80,8%	84,8%	
Promotion	11,4%	10,7%	10,5%	7,7%	4,2%	5,9%	7,4%	6,4%	5,7%	
Services	1,9%	6,1%	6,0%	5,8%	2,5%	7,7%	9,3%	8,3%	9,2%	
Autre	193,2%	49,0%	50,3%	24,1%	20,6%	28,3%	27,6%	37,2%	4,5%	
Taux de marge EBO/CA	19,8%	19,6%	19,6%	21,0%	20,1%	21,3%	23,8%	25,6%	29,5%	
Foncière	702	629	629	582	499	273	153	118	151	7,0%
Promotion	327	768	768	1 000	940	887	958	930	782	55,4%
Services	2 317	1 902	1 902	1 684	1 059	515	557	425	380	25,3%
Autres	185	219	219	217	204	188	191	205	197	12,2%
Effectif moyen mensuel	3 531	3 518	3 518	3 483	2 702	1 863	1 859	1 678	1 509	100,0%

Source : Icade - *En 2008 les sociétés Arcoba et Setrhi-Setae ont été reclassées du métier services vers le métier Promotion

Les chiffres d'affaires des activités « foncière » et « promotion » se sont globalement maintenus au cours de la période. En revanche, les EBO dégagés par chacune de ces deux activités ont connu des évolutions opposées : en hausse quasi-constante pour la foncière (de 179 M€ en 2006 à 323 M€ en 2012, puis 404 M€ en 2013 incidence SILIC incluse), en régression pour la promotion (de 90 M€ en 2006 à 69 M€ en 2012 avec un creux à 46 M€ en 2009, puis 62 M€ en 2013).

Au-delà de la fixation de l'EBO et indépendamment de la conjoncture, quatre éléments ont exercé une influence notable sur le résultat d'Icade : les dotations annuelles aux amortissements, les charges financières, les cessions pour l'activité foncière, le poids de l'impôt sur les sociétés pour l'activité promotion.

En définitive, le résultat net consolidé du groupe sur la période 2007/2013 a été d'abord déterminé, indépendamment des effets de la crise, par le changement d'orientation de la politique foncière qui a consisté en la cession de son patrimoine de logements et à son remplacement par un patrimoine de bureaux et murs de cliniques, aux rendements plus élevés.

III. LES ÉLÉMENTS DE BILAN

En passant de 3 452 M€ à fin 2005 à 7 803 M€ à fin 2012, puis à 10 341 M€ à fin 2013, le total de bilan consolidé d'Icade a été presque multiplié par trois en 8 exercices. Cet essor, quasiment constant et régulier au cours des sept premières années, de plus grande ampleur en 2013, est imputable :

- à l'actif, à la croissance du poste "Immeubles de placements" (qui s'est accru en net de plus de 3 milliards d'euros, en passant de 1 751 M€ à 7 931 M€, soit + 6 200 M€) et dans une moindre mesure des stocks et des créances clients ;

- au passif, à l'augmentation des dettes financières non courantes qui ont plus que triplé en passant de 953 M€ à 3 361 M€ (soit de + 2 408 M€) et aux capitaux propres (y compris les participations ne donnant pas le contrôle) qui, de 1 161 M€ à fin 2005, atteignent 4 580 M€ à fin 2013. Cette progression des capitaux propres de 3 319 M€, est imputable, pour 1 041 M€, aux mises en réserve résultant principalement de la cession du parc de logements mais surtout, pour 2 268 M€, aux opérations en capital, dont 868 M€ en ce qui concerne la restructuration du groupe Icade réalisée au cours des années 2006/2007 et 1 400 M€ relatifs à l'acquisition/fusion de SILIC en 2013.

**Tableau n° 30 : Bilan simplifié Icade du 31 décembre 2005
au 31 décembre 2013**

M€	31/12/05	31/12/06	31/12/07	31/12/08	31/12/09	31/12/10	31/12/11	31/12/12	31/12/2013
ACTIF									
Goodwills	118,1	131,9	140,7	141,4	84,2	82,8	79,7	77,2	69,7
Immobilisations incorporelles nettes	4,7	7,5	46,6	32,4	17	9,1	7,3	5,8	3,8
Immobilisations corporelles nettes	109,7	112,7	243,3	463,3	139,2	135,7	129,4	121,5	90,5
Immeubles de placement nets	1 750,8	1 939,1	2 549,5	3 027,7	3 045,5	4 495,7	4 878,1	4 820,4	7 930,70
Autres postes de l'actif non courants	119,8	151,7	164,2	98,7	154,7	60,6	34,7	22,4	25,3
ACTIFS NON COURANTS	2 103,1	2 342,9	3 144,3	3 763,5	3 440,6	4 783,9	5 129,2	5 047,3	8 120,00
Stocks et en cours	173,3	250,1	345,8	391,0	385,0	477,1	628,4	692,3	683,2
Créances clients	145,5	322,2	370,6	399,6	420,1	530,3	516,5	584,2	530,2
Autres actifs courants	742,7	888,4	917,8	923	730,8	586,9	492,0	820,6	431,1
Trésorerie et équivalent de trésorerie	285,7	670,2	585,8	656,1	709,3	648,2	414,3	443,6	569,4
Actifs destinés à être cédés	1,7	20,5	10,1	25,5	309,7	115,5	99,4	214,9	6,9
ACTIFS COURANTS	1 348,9	2 151,4	2 230,1	2 395,2	2 554,9	2 358,0	2 150,6	2 755,6	2 220,80
TOTAL ACTIF	3 452,0	4 494,3	5 374,4	6 158,7	5 995,5	7 141,9	7 279,8	7 802,9	10 340,80
PASSIF									
Capitaux propres part du groupe	948	1591,7	1419,8	1 468,9	1 809,9	2 833,2	2 738,3	2 652,9	4 167,60
Participations ne donnant pas le contrôle	213,1	194,5	8,2	10,1	10,5	0,8	1,7	310,7	412,3
CAPITAUX PROPRES	1 161,1	1 786,2	1 428,0	1 479,0	1 820,4	2 834,0	2 740,0	2 963,6	4 579,90
Provisions non courantes	50,8	50,9	53,2	53,7	50,5	47,1	42,3	42,5	39,4
Dettes financières non courantes	953,1	974,4	1 765,1	2 539,1	2 421,3	2 598,4	2 575,2	2 878,40	3 360,50
Autres passifs non courants	85,4	100,7	200,6	128,4	32,3	45,4	48,8	56,3	80,5
Instruments dérivés passifs non courants	8,4	2,3	7,5	96,5	131,1	130,7	148,6	176,5	95,6
PASSIFS NON COURANTS	1 097,7	1 128,3	2 026,4	2 817,7	2 635,2	2 821,6	2 814,9	3 153,70	3 576,00
Provisions courantes	57,3	48,8	42,6	41,8	34,6	23,7	22,6	16,8	22,0
Dettes financières courantes	272,6	457,4	595,5	605,1	445,6	277,2	423,9	510,6	1 109,3
Dettes fournisseurs	282	367,6	433,3	434,4	464,7	520,1	498,8	550,2	520,2
Dettes diverses courantes	503,4	662,2	630,9	628,9	446,3	582,1	657,5	549,6	494,2
Instruments dérivés passifs courants	4,5	0,1	-	1,1	11,8	9,8	6,1	14,6	19,1
Autres passifs courants	73,4	43,7	217,7	150,7	136,9	26,8	26,4	18,8	20,1
Passifs destinés à être cédés	-	-	-	-	-	46,6	89,6	25	0
PASSIFS COURANTS	1 193,2	1 579,8	1 920,0	1 862,0	1 539,9	1 486,3	1 724,9	1 685,6	2 184,9
TOTAL PASSIF	3 452,0	4 494,3	5 374,4	6 158,7	5 995,5	7 141,9	7 279,8	7 802,9	10 340,8

Sources : documents de référence Icade

A. L'ACTIF

Comme dans toute SIIC, les immeubles de placement représentent la quasi-totalité des actifs d'Icade, le second poste en valeur étant constitué par les stocks issus de l'activité de promotion.

1. Les immeubles de placement

L'inscription des immeubles de placement à une ligne spécifique du bilan constitue une spécificité des comptes consolidés régis selon le référentiel IFRS qui fournit en l'occurrence une présentation des postes du bilan en fonction autant de leurs potentialités de réserve de valeur (ou de perte) que de leur nature.

La valeur nette comptable du poste "Immeuble de placement"

1) Évolution globale du poste sur la période 2006/2013

La valeur nette comptable du poste "Immeubles de placement" enregistrée à son coût historique (option comptable d'Icade) a été multipliée par près de 4,5 fois entre le 1^{er} janvier 2006 et le 31 décembre 2013. Cette progression, heurtée, a connu :

- un palier autour de 3 Md€ en 2008 et 2009 ;
- une hausse sensible en 2010 (passage à 4,5 Md€), à la suite de la réalisation du patrimoine de logements et au réinvestissement consécutif des sommes perçues ;
- une légère baisse de 4,9 à 4,8 Md€ entre 2011 et 2012 ;
- enfin en 2013, un nouveau bond à la suite de la consolidation du groupe SILIC.

Tableau n° 31 : Évolution du poste « Immeubles de placement » stricto sensu

M€	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
Valeur brute*	2 651,40	2 819,90	3 493,80	3 960,20	3 534,60	5 057,50	5 575,30	5 650,30	8 984,40
Amortissements	-884,9	-871,8	-936,5	-912,2	-404,4	-480,5	-592,6	-673,6	-834,2
Perte de valeur	-15,7	-9	-7,8	-20,3	-84,7	-81,3	-104,6	-156,3	-219,5
Valeur nette*	1 750,80	1 939,10	2 549,50	3 027,70	3 045,50	4 495,70	4 878,10	4 820,40	7 930,70

Sources : documents de référence annuels Icade

**montants incluant la valeur des immobilisations prises en locations-financement, qui s'élevait au 31 décembre 2012 à 304,9 M€ en valeur brute et 273,3 M€ en valeur nette puis au 31 décembre 2013 à 416,5 M€ en, valeur brute et à 373,0 M€ en valeur nette.*

Le poste "immeubles de placement" ne représente cependant qu'une des quatre catégories de biens et avoirs figurant au dénominateur du ratio *Loan To Value* (LTV), ou rapport des dettes aux actifs réévalués (à la juste valeur), ratio utilisé par la profession pour apprécier la santé financière d'une foncière. Ce dénominateur comprend également les autres immobilisations corporelles affectées à l'activité, en l'occurrence fin 2013 le siège social d'Aubervilliers "Parc du Millénaire 1"; les immobilisations (immeubles de placement) à la vente à la date de clôture ; les créances financières représentatives de biens donnés en location-financement, soit, sur la période, un immeuble sis à Levallois-Perret.

Sur la période 2005/2013, la valeur nette comptable de ces quatre postes (regroupés hors comptabilité) a évolué comme suit :

Tableau n° 32 : Valeur nette comptable des postes de l'actif constituant le pôle "Foncière" d'Icade

M€	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2012 Pro forma	31/12/2013
Immeubles de placement	1 750,80	1 939,10	2 549,50	3 027,70	3 045,50	4 495,70	4 878,10	4 820,40	4 925	8 034,10
Immobilisations corporelles			253,4	463,3	121,2	117,2	121	114,5	114,5	85,4
Immobilisations à la vente				25,5	309,7	115,5	71,6	189,9	189,9	6,8
Créances financières			175,4	174,2	172,6	170,5	168	165	165	161,4
Total des VNC			2 978,30	3 690,70	3 649,00	4 898,90	5 238,70	5 289,70	5 394,40	8 287,70

Sources: documents de référence Icade

Fin 2013, la valeur nette comptable des postes d'actifs composant le pôle "Foncière" d'Icade s'élevait à 8 591 M€, avant dépréciation et retraitement de consolidation et à 8 288 M€ après dépréciation et retraitement de consolidation, l'écart entre les deux montants, soit 303 M€, se décomposant en 81 M€ de neutralisations d'opérations (notamment de construction) intra groupe et 223 M€ de dépréciations (contre 174 M€ à fin 2012).

A la même date, les dépréciations concernaient principalement les bureaux et notamment la tour EQHO pour 169 M€, les immeubles PB5 pour 12 M€ et H2O pour 11 M€.

2) L'incidence de la fusion avec SILIC

Si les cessions des sociétés de services Arcoba et Suretis au début de l'exercice 2013 ont entraîné le reclassement des immeubles que ces sociétés occupaient de la catégorie des immobilisations corporelles à celle des immeubles de placements (incidence de 23,2 M€ en net), l'augmentation du poste découle surtout de la consolidation du groupe SILIC qui a eu, à elle seule, une incidence positive de 3 247,8 M€ (nets d'amortissements) sur le poste "Immeubles de placement" en date de la prise de contrôle par Icade, soit le 22 juillet 2013. Sur la base du document remis par les commissaires aux comptes au comité d'audit lors de sa séance du 18 février 2014, ces 3 247,6 M€ se décomposent en:

- 2 934 M€ au titre de la valorisation selon la méthode DCF des immeubles de placement (construits) ;
- 128 M€ au titre des actifs en cours de construction, pour lesquels les parties (SILIC comme Icade) ont retenu la méthode du "bilan promoteur"⁷³ ;
- 185 M€ pour les réserves foncières dont:
 - 80 M€ au titre des terrains à bâtir conformément à la valorisation qui en a été faite par l'expert externe;
 - 105 M€ au titre de la constructibilité résiduelle du projet de "redéveloppement" de Rungis, correspondant à la valeur pouvant être retirée de l'opération qui consisterait à détruire, à horizon de cinq, dix ou vingt ans, selon les cas, les bâtiments existants sur cette parcelle puis à y construire de nouveaux bâtiments utilisant la totalité des droits à construire.

⁷³ La « méthode du bilan promoteur » est couramment utilisée pour établir la valeur marchande d'un terrain à bâtir dans un milieu urbanisé. Elle peut également être appliquée dans le cadre d'une opération de restructuration lourde ou même de reconstruction. Il s'agit de partir du prix prévisionnel de vente d'une opération projetée, de prendre en compte les coûts de construction, les frais financiers, les honoraires de maîtrise d'œuvre, les aléas et la marge du promoteur pour obtenir par soustraction la valeur du terrain ou de l'immeuble étudié.

Cette dernière composante de l'apport de SILIC est sujette à caution, puisqu'elle se fonde sur une éventualité à très long terme, subordonnée à de multiples hypothèses. Les commissaires aux comptes ont demandé que les paramètres en soient mieux formalisés et validés. Force est de constater que cette somme est de l'ordre de grandeur de l'écart (97,3 M€) entre la valorisation effectuée par SILIC de son propre patrimoine au 30 juin 2013 et la valorisation faite par Icade.

Les plus-values latentes

Le stock de plus-values latentes a été divisé par deux entre 2007 et 2013. Il était, en effet, concentré aux deux-tiers en 2007 sur le pôle logements et cette composante a été consommée presque intégralement par les cessions réalisées, notamment au consortium formé par la SNI. Les deux pôles qui recèlent des plus-values latentes significatives sont désormais ceux des actifs tertiaires et de la santé. Toutefois, à fin 2013, si les bureaux et parcs d'affaires constituent toujours des actifs stratégiques, le pôle santé, qui n'est plus contrôlé par Icade qu'à 56,4 % est classé en actifs alternatifs. Les reliquats des bureaux en Allemagne et des logements, les entrepôts et commerces, bien qu'ils soient traités en actifs non stratégiques recèlent encore un stock de plus-value non négligeable.

L'évolution positive du stock de plus-values entre fin 2012 et fin 2013 (+ 36 M€) est due en totalité à l'incidence de la fusion avec SILIC au travers des dotations aux amortissements calculées à partir des justes valeurs à la date d'entrée dans le périmètre de consolidation. Cette situation reflète la crise du secteur immobilier.

2. Les stocks et en-cours de production

Les stocks et en-cours issus de l'activité de promotion représentent le deuxième poste du bilan. Alors qu'ils se sont maintenus en valeur, leur poids relatif dans le total de ce bilan a notablement baissé à la suite de la fusion avec SILIC. Ils sont portés par chacune des entités de la promotion et sous-consolidés au niveau d'Icade promotion Logement depuis la transmission universelle du patrimoine réalisée le 2 janvier 2013 d'Icade Promotion dans Icade Promotion Logement, cette dernière prenant à son tour la dénomination d'Icade Promotion.

Au cours de la période 2006/2013, ils ont évolué comme suit :

Tableau n° 33 : Évolution des stocks sur la période 2006/2013

M€	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
Terrains et réserves foncières	8,2	11,2	18,5	15,2	47,8	170,3	277,4	184,1
Travaux en cours	242,5	338,3	405,4	389,6	444,4	483,5	441,6	507,7
Lots finis non vendus	7,2	3,8	5,2	5,1	5,2	3,9	5,4	12,4
Autres	0,5	1,3	0,6	0,1	0,1	0,1		
Valeur brute	258,4	354,6	429,7	410	497,5	657,8	724,4	704,2
Pertes de valeur	-8,3	-8,8	-38,7	-25	-20,4	-29,4	-32,1	-21
Valeur nette	250,1	345,8	391	385	477,1	628,4	692,3	683,2
Pour mémoire:								
CA promotion dont	790,8	975	1 142,30	1 091,80	1 030,80	1 106,30	1 070,70	1 091,50
logements	553,3	641,8	604,2	616	658,9	740,5	669,9	729,3
Tertiaire et public	237,5	333,4	548,3	486,5	380,4	373,3	424,9)	362,2
Intra pôle		-0,2	-10,2	-10,7	-8,5	-7,5	-24,1)	
Résultat opérationnel de l'activité Promotion	88,6	93,8	26,4	45	67,1	77,1	51,9	71,4

Sources : documents de référence annuels Icade

Les stocks sont principalement composés de terrains et réserves foncières et des lots non vendus de l'activité promotion (en-cours ou terminés) et notamment de l'activité promotion logements. Leur montant n'a cessé de croître à compter de 2010, alors que sur la même période, le chiffre d'affaires de l'activité promotion stagnait aux alentours des 1,1 Md€. Fin 2013, le montant des stocks (brut de provisions pour dépréciation) représente 64,5 % du chiffre d'affaires de l'activité pour l'exercice, alors que ce ratio n'était que de 33 % en 2006.

Cette augmentation sensible est notamment imputable à l'accroissement, à compter de 2011, du montant des réserves foncières en région parisienne. Cette composante a néanmoins régressé en 2013 et c'est à l'augmentation sensible des travaux en cours à fin 2013 (par rapport à fin 2012) qu'est dû le maintien des stocks globaux à leur niveau de fin 2012.

En tout état de cause, Icade reste exposée, comme l'ensemble de ses concurrentes à un ralentissement très net du marché résidentiel ou de l'immobilier de bureaux qui s'est confirmé en 2013, ainsi que le montre la forte baisse du nombre des réservations de logements pour Icade entre le 31 décembre 2012 et le 31 décembre 2013.

Tableau n° 34 : Réservations nettes de logements aux 31 décembre 2012 et 2013

En nombre de lots	31/12/2012	31/12/2013	Variation	%
Bloc	1 932	1 227	-705	-36%
Diffus	2 464	2 378	-86	-3%
Total	4 396	3 605	-791	-18%

Référence: rapport des commissaires aux comptes au comité d'audit

À fin 2013, l'accroissement du montant des stocks et en-cours et conjointement la réduction des taux de marge témoignent de ce ralentissement.

B. LE PASSIF

1. L'endettement

Les encours

La dette financière nette d'Icade n'a cessé de croître au cours de la période sous revue, pour avoisiner les 4 Md€ à fin 2013, soit 6,6 fois plus qu'au 31 décembre 2006.

Tableau n° 35 : Évolution des dettes financières sur la période 2006/2013 avant et après prise en compte des instruments dérivés

M€	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
Dettes financières long terme et moyen terme (non courantes) (1)	974,4	1 765,10	2 539,10	2 421,40	2 598,40	2 575,20	2 878,40	3 360,50
Dettes financières court terme (courantes) (2)	457,4	595,5	605,1	445,6	277,2	423,9	510,6	1 109,30
Dettes financières brutes hors IF (1) + (2)	1 431,80	2 360,60	3 144,20	2 867,00	2 875,60	2 999,10	3 389,00	4 469,80
Juste valeur des instruments financiers (3)	-1,8	2,4	73,2	106,3	101,8	129,1	163,4	96,4
Dettes financières brutes (1)+(2)+(3)	1 430,00	2 363,00	3 217,40	2 973,30	2 977,40	3 128,20	3 552,40	4 566,30
Avoirs à l'actif du bilan (trésorerie) (4)	-827,8	-789	-758,3	-897,8	-685,2	-437,3	-477	-592,3
Dettes financières nettes (1)+(2)+(3)-(4)	602,2	1 574,00	2 458,80	2 075,50	2 292,20	2 690,90	3 075,4*	3 974,00

Sources : documents de référence annuels Icade

Ce sont les acquisitions foncières qui sont à l'origine de l'endettement, les activités de promotion et de services étant beaucoup moins capitalistiques (appels de fonds cadencés en fonction de l'avancement des travaux pour la promotion, détention de la trésorerie des mandants pour les services). Après affectation des crédits intra-groupe près de 95 % de la dette bancaire correspond à l'activité foncière. La dette d'Icade est notée depuis septembre 2013 BBB+ à long terme et A2 à court terme (cotation Standard & Poor's).

En se situant aux alentours de 40 %, le rapport LTV d'Icade est conforme aux pratiques du secteur : fin 2012, le ratio LTV d'Unibail-Rodamco s'élevait à 37 %, celui de Klépierre à 43,6 % et celui de Gecina à 39,7 %. Toutefois, au cours de la période sous-revue, cet indicateur, reconnu par la profession comme l'indicateur de la capacité d'une entreprise foncière à faire face à ses obligations d'emprunteur, n'a cessé de croître chez Icade, en raison, il est vrai, de la situation exceptionnelle du groupe avant la cession de son patrimoine de logements et les réinvestissements qui ont suivi. Icade indique que cette augmentation a été maîtrisée et que le niveau actuel de son ratio d'endettement sur la valeur des actifs correspond à un niveau optimal car il permet à la fois de profiter d'un effet de levier positif sur la performance et de limiter les risques de liquidité et de surenchérissement du coût de la dette dans les périodes moins favorables.

La charge d'intérêts

Icade n'adosse pas sa dette à chaque immeuble, mais gère sa trésorerie de façon centralisée, en tentant de faire correspondre au mieux les échéances des emprunts sur les rentrées de trésorerie.

En moyenne, après couverture, Icade s'est financée aux taux ci-dessous. Elle n'a pas tiré pleinement parti de la baisse des taux variables à partir de 2008 dans la mesure où elle a stabilisé le taux de ses emprunts au moyen d'instruments de couverture, conformément à la politique de la Caisse des dépôts.

Tableau n° 36 : Coût de financement d'Icade comparé à l'Euribor

en %	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Coût après couverture	3,91%	4,47%	4,80%	4,23%	3,93%	4,08%	3,83%	3,83%
Euribor 3 mois (pm)	3,08%	4,27%	4,63%	1,23%	0,81%	1,39%	0,571%	0,221%

Source : Icade

Sachant que le coût de la dette avoisine les 4 % et que le rendement des actifs de la foncière est de l'ordre de 7 % (après cession des logements), il importe de réinvestir rapidement le produit de cession des immeubles, compte tenu de la faible rémunération de la trésorerie. L'acquisition de La Lucette après la cession des logements procédait de cette logique ; la dette reprise au travers de l'acquisition de CLL (1 Md€) a d'ailleurs été immédiatement restructurée pour aligner ses échéances sur les paiements à recevoir des ESH acquéreurs dans le cadre du consortium. L'EBO représente aujourd'hui plus de trois fois la charge d'intérêt, soit davantage que ce qu'exigent les covenants bancaires (deux fois au minimum).

Fin 2011, la durée de vie moyenne de la dette d'Icade était de 3,6 ans avec des tombées de plus de 1 Md€ en 2014. En juillet 2012, Icade a signé avec un pool bancaire composé de huit banques, un "Club Deal" d'un montant global de 1,55 Md€ structuré en trois tranches. Ces nouveaux financements anticipaient sur les besoins de financement d'Icade et de SILIC et permettaient de porter la durée de vie moyenne pondérée de la dette à 4,1 ans.

Cependant, cette duration reste courte au regard de la durée résiduelle des baux de la foncière (qui ressort à plus de 6 ans pour la foncière tertiaire) ; cet écart reflète la difficulté d'accès des groupes immobiliers à des financements à moyen terme.

Cependant, la maturité actuelle de la dette d'Icade est très comparable à celle des principales sociétés du secteur et n'apparaît pas comme un point de faiblesse aux yeux des investisseurs.

Tableau n° 37 : Durée de vie moyenne des dettes des principales foncières au 31 décembre 2013 (en années)

Icade	Gecina	Foncière des Régions	Société Foncière Lyonnaise	Unibail	Klépierre
4,6	4,9	4,5	3,4	5,4	4,9

Source : rapports de gestion des sociétés

Fin 2013, la dette d'Icade est composée pour l'essentiel d'emprunts bancaires à taux variables stabilisés à taux fixes, mais comprend également des financements hypothécaires, des locations-financement et des placements privés. En septembre 2013, à la suite de l'annonce du rapprochement définitif avec SILIC et sa notation BBB+ par Standard & Poor's, Icade a placé pour la première fois auprès du marché deux emprunts obligataires largement sursouscrits par des investisseurs européens : l'un pour 500 millions d'euros à 5 ans et 4 mois avec une marge de 100 points de base au-dessus du taux de référence (soit un coupon de 2,25 %), et l'autre pour 300 M€ à 10 ans avec une marge de 135 points de base (soit un coupon de 3,375 %) ce qui représente un coupon global d'environ 2,8 %. Le 9 avril 2014, Icade a annoncé l'émission d'un troisième emprunt obligataire d'encore 500 M€ à 7 ans assorti d'un coupon de 2,25%, pour lequel le carnet d'ordres aurait été élargi à l'ensemble de l'Europe, les ordres hors France représentant près des deux tiers de l'ensemble⁷⁴.

2. Les provisions pour risques et charges

Le montant des provisions courantes et non courantes est globalement faible.

Tableau n° 38 : Provisions de passif sur la période 2006/2012

M€	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
Indemnités de fin de carrière et engagements assimilés	35,7	30,6	30,2	26,6	19,4	18,7	21,1	25,7
Pertes sur contrats	0,8	1,5	2	2,2	2,5	6,6	1,9	1,9
Risques fiscaux	15,9	10,9	8	1	0	0,1	0,3	3,3
Prov. pour risques autres	30,3	38	51,3	54,4	47,9	38	34,1	28,5
Prov. pour charges, autres	17	14,8	4	0,9	1	1,5	1,9	1,6
Total, dont	99,7	95,8	95,5	85,1	70,8	64,9	59,3	61,4
Provisions courantes						42,3	42,5	39,4
Provisions non courantes						22,6	16,8	22

Sources : documents de référence annuels Icade

⁷⁴ Au cours du premier trimestre 2014, Icade aurait, par ailleurs, amélioré les termes de son passif bancaire en négociant d'un an la maturité de son « term loan » de 500M€ mis en place en 2012 par un refinancement d'une durée de vie moyenne supérieure de 4 mois générant des économies de frais financiers de 13 M€ jusqu'en 2017. Dans cette opération Icade aurait pour partenaire la quasi-totalité des groupes bancaires de la place.

Ces provisions n'intègrent pas les conséquences financières du contentieux fiscal en cours.

Moins de deux ans après qu'Icade eut opté pour le statut de SIIC, la direction des vérifications nationales et internationales (DVNI) a lancé en mai 2009 la vérification de comptabilité de la SIIC Icade, anciennement EMGP. À l'issue d'une procédure contradictoire longue et complexe⁷⁵, les droits et pénalités maintenus n'ont été mis en recouvrement qu'au cours du mois de décembre 2013 pour un total de 225 M€ dont 206 M€ de droits et 19 M€ de pénalités, montants qui à eux seuls témoignent de l'importance des enjeux.

Le litige portait au premier chef sur la valorisation du patrimoine apporté par la société Icade Logement à la SIIC Icade EMGP, déterminant le montant "d'exit tax" à payer, puisque celle-ci est calculée sur les plus-values latentes des immeubles apportés lors de la fusion de 2007. Icade avait estimé le patrimoine à soumettre à "l'exit tax" à 1 823,7 M€, induisant une plus-value fiscale de 1 478,6 M€, imposable au taux de 16,5 %. Le service vérificateur a considéré que la valeur de ce patrimoine au 1er janvier 2007 (date de la fusion considérée rétroactive conformément aux termes du rescrit du service de la législation fiscale du 26 juillet 2007) pouvait être arrêtée à la somme de 2 885,3 M€. Il a donc notifié et maintenu in fine un redressement sur la base d'une plus-value fiscale de 1 061,6 M€.

La différence d'appréciation découle en partie du recours à des méthodes d'évaluation divergentes. Icade se réfère à la méthode des DCF (discounted cash-flows). Le service vérificateur utilise la méthode par comparaison (référence à des transactions contemporaines portant sur des biens analogues). L'administration fiscale doit donc trouver des termes de comparaisons probants, Icade justifier le niveau des paramètres retenus pour calculer les DCF (taux de rendement et taux d'actualisation).

Le contentieux porte en second lieu sur les modalités d'imposition et de paiement de l'impôt. Le redressement a été imposé par quart au titre des exercices 2007 à 2010 en vertu des articles 208 E, 221-2, 219 IV et 1663 du code général des impôts, alors que le taux d'imposition de la plus-value passait de 16,5 % à 19 % à compter de 2009. Icade conteste ces modalités d'imposition en estimant que seul le taux de 16,5 % en vigueur au 1^{er} janvier 2007 devait être retenu.

La Cour note qu'Icade s'est toujours refusée à provisionner ce risque en plein accord avec ses commissaires aux comptes, et sans objection de la CDC. Depuis 2010, les rapports annuels d'Icade rappellent dans l'annexe les données de l'affaire et son évolution d'un exercice sur l'autre, en mentionnant le montant des droits et pénalités en litige. Icade considère que l'avis de la Commission nationale conforte sa position et n'est pas de nature à accroître le risque. Elle estime parallèlement que la question du taux de l'exit tax applicable (celui-ci étant passé en 2009 de 16,5 % à 19 % avec une incidence de 16 M€) est un accessoire du principal.

⁷⁵ Les conséquences sur les exercices 2008, 2009 et 2010 du redressement notifié le 8 décembre 2010 au titre de l'exercice 2007 ont ainsi fait l'objet de redressements complémentaires le 16 décembre 2011 (au titre de l'exercice 2008) puis le 26 avril 2012 (au titre des exercices 2009 et 2010).

3. Les capitaux propres

Au cours de la période sous revue, les capitaux propres du groupe Icade ont évolué comme suit :

Tableau n° 39 : Évolution des capitaux propres sur la période 2006/2013

M€	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
Capital	711,5	75	75	75,2	79	79,3	79,3	112,7
Primes (d'émission et de fusion)	519,2	1 139,70	1 109,50	1 115,80	1 374,60	1 303,40	1 303,90	2 679,30
Actions propres	-0,7	-38,2	-33,6	-38,4	-40,4	-36,1	-22	-27,1
Réserves de réévaluation	-1,2	-0,4	-94,8	-131,6	-131,2	-164	-173,3	-98,3
Autres réserves	151,6	206,8	100,3	261,8	333,2	1 462,70	1 412,30	1 374,10
Résultat net, part du groupe	211,3	36,9	312,5	527,1	1 218,00	93	52,7	126,5
Capitaux propres, part du groupe	1 591,70	1 419,80	1 468,90	1 809,90	2 833,20	2 738,30	2 652,90	4 167,60
Participations ne donnant pas le contrôle	194,5	8,2	10,1	10,5	0,8	1,7	310	412,3
Capitaux propres totaux	1 786,20	1 428,00	1 479,00	1 820,40	2 834,00	2 740,00	2 963,60	4 579,90

Sources : documents de référence annuels Icade, balances générales des comptes consolidés

Les capitaux propres du groupe consolidé ont évolué principalement en fonction des éléments suivants:

- la fusion « à l'envers » du mois de novembre 2007 entraînant la création du nouveau groupe avec à sa tête Icade EMGP ;
- l'incidence négative des réserves de réévaluation, notamment à compter de 2008, suite à l'émergence de la crise financière et à la baisse de valeur des instruments financiers dérivés ;
- la réalisation de résultats élevés jusqu'en 2010, en raison de la cession du patrimoine immobilier de logements, source d'importantes plus-values ;
- l'augmentation sensible à compter de 2012, du poste « participations ne donnant pas le contrôle », imputable en quasi-totalité à l'ouverture du capital d'Icade Santé à six investisseurs à ce jour pour un total de 470 M€⁷⁶, si bien qu'Icade n'en détient plus, fin 2013, que 56,5 % du capital ;
- enfin, la prise de contrôle du groupe SILIC en date du 23 juillet 2013 et la fusion consécutive au 31 décembre suivant.

À l'issue de cette opération, Icade a procédé à une augmentation de son capital social de 2,2 M€ correspondant à la création de 1451 687 actions nouvelles de 1,524 € de nominal (10 francs français de nominal).

Au niveau des comptes consolidés, cette opération de fusion-absorption s'est traduite seulement par un transfert du solde de la participation ne donnant pas le contrôle des intérêts minoritaires (globalisée avec celles relatives à l'ouverture de capital d'Icade santé) en capitaux propres "part du groupe" pour 102,6 M€.

4. Les distributions de dividendes au cours de la période sous revue

La politique d'Icade consiste à distribuer 75 % du cash-flow net courant. En pratique, les taux de distribution ont été adaptés pour tenir compte des éléments exceptionnels tels que la cession des logements en 2010 ou le rapprochement avec SILIC, qui exigeait de maintenir la parité. Les distributions sont demeurées, au cours de la période sous revue, supérieures aux exigences découlant du statut de SIIC, tout en étant conformes aux pratiques de marché.

⁷⁶ Crédit Agricole Assurance, CNP Assurance ; BNP Paribas/Cardif ; Macif et Sogecap/ Société Générale.

Tableau n° 40 : Montant des distributions effectuées de 2006 à 2012

Exercice n	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dividende à distribuer au titre de l'exercice n en K€ (source rapport annuel publié) à mettre en paiement en n+1 (sauf acompte)	10 397	159 880	159 881	166 558	375 729	192 600	189 300	271 300
Pour mémoire, montant minima exigé par le statut de SIIC		135 100	102 300	101 500	209 140	48 800	102 200	169 300**
Dividende par action en €	0,97	3,25	3,25	3,25	7,3	3,72	3,64	3,67
dont récurrent	0,97	3,25	3,25	3,25	3,3	3,34	3,64	3,67
dont exceptionnel	0	0	0	0	4,00*	0,37	0	0
Nombre d'actions au 31 décembre n en millions	10,718	49,193	49,194	49,293	51,802	51,992	52,001	73,916
Dividende effectivement prélevé sur les fonds propre d'Icade (source liasse fiscale) en K€, au cours de l'exercice n	83 229	10 397	158 583	158 492	166 558 205 108*	170 621	nr	nr

Sources : documents de référence annuels Icade, liasses fiscales

*dividende exceptionnel de 4,00 € par action mis en paiement sous forme d'acompte le 28 septembre 2010

**169,3M€: montant comprenant en fait 83,3 M€ au titre de l'obligation de distribution de SIIC d'Icade stricto sensu, 57,6 M€ résultant de la fusion absorption de SILIC et 22,4 M€ au titre de la fusion absorption d'Icade CBI.

Les distributions ont été importantes notamment en 2010, en raison de l'acompte de 4€ par action mis en paiement au mois de septembre, ce qui a contribué à la valorisation du titre à cette période. Elles ont profité à l'ensemble des actionnaires, la majeure partie allant cependant à la Caisse.

5. La contribution d'Icade au résultat de la CDC

Les dividendes

Tant que la Caisse en est restée actionnaire "directe", les dividendes que lui a versés Icade ont participé aux résultats sociaux de la section générale. En moyenne à compter de 2006, ils ont représenté un peu plus de 10 % du total des dividendes perçus par la section générale de la CDC sans compter la plus-value de cession de 190 M€ perçues à l'occasion de la cession d'un bloc de 7 % en bourse en 2006 et la plus-value comptable réalisée sur l'échange de titres Icade dans le cadre de l'opération de passage au statut SIIC pour 2 279 M€⁷⁷. Depuis 2012, la remonté des dividendes transite par Holdco SIIC.

Tableau n° 41 : Dividendes d'Icade perçus par la CDC

en M€ et %	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011
Revenus des titres à revenu variable perçus par la Caisse	1 144	1 004	1 303	1 087	1 238	1 137
dont en provenance d'Icade	186	82	98	98	210	95
Pourcentage Icade/total	16,26%	8,17%	7,52%	9,02%	16,96%	8,36%

Source : CDC, Cour des comptes

⁷⁷ L'absorption avec effet rétroactif au 1er janvier 2007 d'Icade SA par Icade EMGP afin de permettre à Icade d'entrer dans le régime spécial des SIIC (cf. infra) a entraîné une augmentation de valeur des titres Icade évalués et comptabilisés à leur valeur vénale au 30 novembre 2007 (soit 100,01€/ action à comparer à un prix d'introduction en bourse de 55,80 € après regroupement par deux des actions), date de transfert de propriété.

Tableau n° 42 : Dividendes versés par Icade à HoldCo SIIC au titre des exercices 2011 à 2013

Dividendes versés par Icade à Holdco en euros	Au titre de 2011 versés en 2012	Au titre de 2012 versés en 2013	Au titre de 2013 à verser en 2014
Nombre de titres détenus par Holdco	28 895 228	28 895 228	38 491 773
dividende unitaire (par action)	3,72	3,64	3,67
Montants versés	107 490 248	105 178 630	141 264 807

Tableau n° 43 : Dividendes versés par HoldCo à la CDC, au titre des exercices 2011 à 2013

Dividendes versés par Holdco à la CDC en euros	Au titre de 2011 versés en 2012	Au titre de 2012 versés en 2013	Au titre de 2013 à verser en 2014
Nombre de titres détenus par la CDC	18 262 784	18 262 784	18 262 784
dividende unitaire (par action)	3,03	3,97	3,90
Montants versés	55 336 236	72 503 252	71 224 858

Source Icade

La contribution au résultat

Sur la période 2007 à 2013, Icade a été et reste un contributeur non négligeable au résultat annuel du groupe CDC, notamment de 2008 à 2011. Au cours des exercices 2009 à 2011, les résultats d'Icade ont représenté entre 16 % et 31 % du résultat consolidé du groupe CDC, contribuant ainsi à un net renforcement des fonds propres de la consolidation.

Tableau n° 44 : Contributions d'Icade aux résultats consolidés de la CDC

M€ et %	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Contribution d'Icade aux résultats du groupe CDC	136	23	194	321	678	53	22	50
Résultats consolidés nets, part du groupe CDC			-1 468	1 980	2 151	206	-458	2 137
Pourcentage	3,30%	0,92%	ns	16,20%	31,54%	25,52%	ns	2,30%

Source : CDC, Cour des comptes

PARTIE IV : LA GOUVERNANCE ET LA GESTION D'ICADE

I. LA GOUVERNANCE

A. COMPOSITION ET FONCTIONNEMENT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DE SES COMITÉS

1. Le conseil d'administration

Le règlement intérieur du conseil d'administration d'Icade après la fusion avec EMGP a été adopté le 30 novembre 2007. Depuis cette date, la notion d'administrateur indépendant figure dans le règlement intérieur du conseil, celui-ci devant comporter un tiers de personnalités indépendantes. La composition et les missions des comités ont également été revues et une charte de l'administrateur a été annexée au règlement intérieur.

En décembre 2008, une limite d'âge a été introduite pour le président (70 ans) ; le directeur des finances et de la stratégie de la CDC est devenu membre de droit du comité stratégie et investissements ; il a également été prévu qu'un administrateur désigné par la CDC soit invité à participer aux réunions du comité d'audit des risques et du développement durable, avec voix consultative.

En avril 2011, la notion d'administrateur indépendant a été précisée dans un sens plus restrictif pour exclure les personnalités dont le mandat aurait dépassé 12 ans ou qui représenteraient un actionnaire ayant plus de 10 % du capital de la société ou de sa société mère. Une référence au code AFEP-MEDEF pour la rémunération des mandataires sociaux a également été introduite à cette occasion, de même que le principe d'une évaluation formalisée des travaux du conseil avec l'aide d'un consultant extérieur tous les trois ans.

La composition du conseil d'administration

Si la composition du conseil d'administration s'est progressivement alignée sur les « bonnes pratiques » recommandées, d'autres aspects soulèvent encore des questions :

- La qualification des administrateurs indépendants

Le règlement intérieur du conseil d'administration d'Icade reprend les recommandations du code AFEP-MEDEF concernant les critères d'indépendance des administrateurs (« *un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement.* ») et la part d'administrateurs indépendants au sein du conseil (un tiers).

En 2012, six membres étaient qualifiés d'indépendants. Cette qualification est cependant discutable pour une partie d'entre eux.

- **Cas des deux administrateurs désignés par Groupama :**

L'indépendance des administrateurs désignés par Groupama a été examinée successivement par le comité des nominations et des rémunérations puis par le conseil d'administration le 22 juin 2012 ; la délibération les qualifiant d'indépendants a fait l'objet de deux votes « contre ». Groupama est actionnaire à 24,93 % de Holdco SIIC, maison mère d'Icade (détenue par Holdco SIIC à 55,58 %). En vertu du critère posé au point g de

l'article 1.2 du règlement intérieur du conseil d'administration, qui ne permet pas de qualifier d'indépendant le représentant d'un actionnaire détenant plus de 10 % du capital ou des droits de vote de la société ou de sa société mère, ils ne peuvent pas être considérés comme des administrateurs indépendants.

La CDC, s'appuyant sur une note d'un cabinet d'avocats a toutefois plaidé, lors du conseil d'administration du 22 juin 2012, que la gouvernance de Holdco SIIC, contrôlée majoritairement par la CDC, ne conférait à Groupama, considéré en tant qu'investisseur institutionnel passif, aucun pouvoir pour influencer l'exercice des droits de vote de Holdco SIIC dans Icade.

Or, le pacte d'actionnaires, conclu le 6 février 2012, entre la CDC et Groupama, régissant leurs relations au sein de HoldCo SIIC prévoit, en faveur de la CDC, un droit de préemption à l'expiration d'une période d'inaliénabilité de 30 mois ainsi qu'une liquidité au profit de Groupama portant sur tout ou partie de sa participation. On peut donc estimer que les intérêts financiers de Groupama sont liés à ceux de la CDC qui contrôle Holdco SIIC.

- **Cas des représentants des actionnaires minoritaires d'Icade**

Un administrateur représentant un actionnaire (MSREF⁷⁸) ayant conclu un pacte d'actionnaires avec Icade et un autre actionnaire (Paris North Real Estate) ayant conclu un accord de coopération avec la société ont été qualifiés d'indépendants, de manière contestable. Cependant Icade fait valoir que l'Autorité des marchés financiers n'a pas formulé de remarque négative sur cette qualification. Ces administrateurs ne siègent plus au conseil

- **Un nombre d'administrateurs élevé au regard des sociétés comparables**

En 2011, le nombre moyen d'administrateurs est de 14,4 dans les sociétés du CAC 40 et de 12,5 dans les sociétés du SBF 120⁷⁹. Icade avait, en 2011, réduit le nombre de ses administrateurs de 17 à 13 mais l'a relevé à 15 lors du rapprochement avec Silic.

Une évolution vers un conseil d'administration moins nombreux et composé d'au moins un tiers d'administrateurs à l'indépendance incontestable serait souhaitable.

Le fonctionnement du conseil

Le conseil d'administration s'est réuni 6 fois en 2012, 8 fois en 2011, 10 fois en 2010, 10 fois en 2009, 6 fois en 2008. Les points suivants méritent d'être notés :

- **Un processus de décision admettant l'expression des minoritaires**

La CDC soutient presque toujours la direction d'Icade et lui témoigne sa confiance, parfois sans exprimer clairement la stratégie qui motive ce soutien. Les procès-verbaux des conseils témoignent de la vivacité des débats, et des divergences sur certains sujets avec certains actionnaires minoritaires.

⁷⁸ La note d'opération sur l'OPA d'Icade sur la Compagnie La Lucette indique qu'Icade s'est engagée par un protocole d'accord à faire en sorte que MSREF soit représentée par un membre au conseil d'administration d'Icade *tant que MSREF ou l'une des sociétés liées à MSREF détiendront plus de 3,5 % du capital et des droits de vote d'Icade*. Pour les besoins du Protocole d'Accord, une société liée à MSREF signifie toute entité détenue directement ou indirectement à plus de 80 % du capital et des droits de vote par (i) MSREF ou (ii) tout fonds immobilier SREF géré par Morgan Stanley Inc. ou par toute entité détenue directement ou indirectement à plus de 80 % du capital et des droits de vote par Morgan Stanley Inc. et ayant les mêmes objectifs d'investissement que le fonds MSREF V.

⁷⁹ Source : Rapport 2012 sur l'application des normes AFEP-MEDEF.

Le projet d'acquisition de Compagnie la Lucette a particulièrement cristallisé les tensions. Le 23 décembre 2009, deux administrateurs ont voté contre tandis qu'un troisième s'est abstenu. L'un des administrateurs qui s'opposait au projet a demandé que sa propre évaluation de certains immeubles de CLL, inférieure à celle retenue pour la détermination des parités d'échange, soit annexée au procès-verbal du conseil d'administration. *A posteriori* ses craintes se sont avérées largement injustifiées (cf. ci-dessus). Lors de la cession des logements en octobre 2008, un administrateur a, pour sa part, laissé entendre que l'attitude de la CDC était un frein à la conclusion de la vente et a fait part de sa défiance vis-à-vis du management. À l'échéance son mandat n'a pas été renouvelé.

Il est encore trop tôt pour apprécier les effets de l'élargissement du conseil à des représentants de Groupama.

- **Des décisions relevant de la compétence du conseil prises sans le consulter**

- La prime exceptionnelle de 106 000 € attribuée à Étienne Bertier en 2006

Cette prime censée récompenser son implication dans le succès de l'introduction en bourse a, semble-t-il, fait l'objet d'un débat en comité des rémunérations mais pas d'une délibération en conseil. Le conseil d'administration du 14 décembre 2006 a, en effet, traité de la rémunération fixe (305 000 €) et de la rémunération variable (125 000 €) du PDG mais n'a pas évoqué cette prime exceptionnelle.

- L'investissement dans la SAS PNE en 2006

Comme mentionné supra, il n'existe dans les procès-verbaux des séances du conseil d'administration aucune trace d'un débat préalable à la prise de participation d'Icade dans la SAS Paris Nord-Est en novembre 2006. Or, en vertu de son règlement intérieur, il incombe au conseil d'« approuver préalablement à leur mise en œuvre toutes les opérations significatives se situant hors de la stratégie de l'entreprise ». La participation à hauteur de 30 % dans une opération d'aménagement dont le coût dépasse 240 M€ en première estimation entraine bien dans cette catégorie.

- **L'abstention, dans les votes du conseil, de la CDC en situation de conflit d'intérêts**

Les membres du conseil issus de la CDC (et pas seulement le représentant de la CDC personne morale) n'ont pas pris part aux votes sur la cession de l'essentiel du pôle foncière logement au consortium piloté par la SNI (2009) ni sur les points relatifs au dossier SILIC (12 décembre 2011, 12 avril 2012). Cette abstention, bien, qu'elle revête un caractère formel, est de bonne pratique.

Le conseil a procédé à une autoévaluation du conseil d'administration dont la synthèse et les recommandations qui en sont issues ont été présentées par le PDG au conseil d'administration du 3 décembre 2013. Les conclusions en ont été positives.

2. Le comité d'audit, des risques et du développement durable

Le comité d'audit des risques et du développement durable a été mis en place dans sa configuration actuelle après la fusion de novembre 2007. En vertu du règlement intérieur du conseil d'administration, ce comité compte 3 à 5 membres, dont au moins deux tiers d'administrateurs indépendants. Aucun dirigeant mandataire social ne peut en faire partie. Il se réunit au moins deux fois par an et sa mission consiste à assister le conseil dans son analyse de l'exactitude et de la sincérité des comptes sociaux et consolidés, examiner les questions relatives au commissariat aux comptes (nomination, renouvellement, honoraires,

indépendance), s'assurer de la qualité du contrôle interne et de l'information délivrée aux marchés, apprécier les risques et l'évolution de la situation financière de l'entreprise, veiller au respect des valeurs individuelles et collectives d'Icade, parmi lesquelles l'environnement et le développement durable.

Le comité s'est réuni 3 fois en 2011, 4 fois en 2010, 3 fois en 2009, 6 fois en 2008, avec une assiduité de 100 %. Les sujets examinés au cours de l'année sont correctement décrits dans le document de référence. La formalisation, depuis janvier 2008, de procès-verbaux du comité d'audit constitue un progrès sensible dans la gouvernance.

3. Le comité des nominations et des rémunérations

Le comité des nominations et des rémunérations, dans sa forme actuelle, a été institué lors de la fusion de novembre 2007.

La composition du comité

Le règlement intérieur du conseil d'administration dispose que le comité des nominations et rémunérations est composé de trois à cinq membres, que les dirigeants mandataires sociaux peuvent en faire partie mais doivent s'absenter lorsqu'il est question de leur rémunération et ne peuvent participer aux délibérations sur les rémunérations en général. Le comité est compétent pour formuler des propositions sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux, sur les décisions d'octroi d'options de souscription d'actions ou d'actions gratuites (au bénéfice des mandataires sociaux ou des salariés, en application des autorisations conférées par l'AG) ; le comité est informé de la rémunération des dirigeants non mandataires sociaux, il se prononce chaque année sur les administrateurs pouvant être qualifiés d'indépendants.

Ces dispositions n'étaient pas conformes au code AFEP-MEDEF qui dispose que le comité des rémunérations doit être composé majoritairement d'administrateurs indépendants. Dans les faits, la proportion effective d'administrateurs indépendants n'a, depuis début 2006 et jusqu'au 20 décembre 2012, jamais dépassé un tiers. Le comité ne comportait même aucun administrateur indépendant jusqu'en 2007. Par ailleurs, il a, depuis 2006, toujours été présidé par un membre administrateur proche de la CDC⁸⁰.

Depuis décembre 2012, le conseil a attribué le siège précédemment occupé par le PDG à un administrateur indépendant et la composition du comité est conforme au code AFEP-MEDEF.

La décision sur les conditions financières du départ de M. Étienne Bertier, PDG

En vertu d'une décision du conseil d'administration du 19 septembre 2005, l'indemnité de rupture qu'Icade était tenue de verser à son PDG était égale à deux fois la rémunération brute globale perçue au cours des douze derniers mois précédant la décision du conseil d'administration de mettre fin à ces fonctions, cette indemnité étant due « quel que soit le motif de révocation (sauf faute grave) ».

⁸⁰ Edmond Alphandéry (président du conseil d'administration de CNP Assurances, filiale de la CDC) de 2006 à 2011, puis Antoine Gosset-Grainville (administrateur représentant la CDC personne morale, directeur général délégué de la CDC) en 2011 et 2012.

Le protocole transactionnel signé entre Icade et M. Bertier, le 1er août 2007, prévoit une indemnité forfaitaire de 1,3 M€, soit trois ans de salaire, le maintien de la totalité de ses « stock-options » (soit l'équivalent d'un gain potentiel de 740 000 €), le versement prorata temporis de la rémunération variable à laquelle il aurait eu droit au titre de 2007 si ses objectifs de fin d'année avaient été dépassés (soit 7/12èmes de 183 000 €) et le versement prorata temporis d'un 13ème mois. Cet accord transactionnel précise que, même si M. Bertier a formellement présenté sa démission au conseil, son départ a été en réalité contraint et s'apparente à une révocation qui n'a pas eu pour origine une faute grave mais lui a causé un préjudice que le conseil d'administration a accepté de reconnaître en partie.

M. Bertier, démissionnaire, a également été dispensé du respect de la clause d'activité prévue dans les plans d'attribution d'options de souscription d'actions. Or, la suppression de la clause d'activité ne s'est pas accompagnée d'une limite d'attribution des « stock-options » indexée sur la performance. M. Bertier a bénéficié, au terme de la période d'acquisition des options, de la performance de l'entreprise après son départ. S'il avait été procédé à un « *cut off* » sur les options soumises à clause de performance, son gain potentiel maximum n'aurait pas été de 740 000 € (sur 27 004 actions) mais de 379 000 € (sur 13 866 actions). La délibération du conseil motive la levée de la clause d'activité par le préjudice (perte de chances) que constituerait en l'espèce la mise en œuvre de la clause d'activité incluse dans les plans de « stock-options ».

Les raisons qui ont conduit le comité des rémunérations à rehausser l'indemnité que le conseil avait prévue en 2005 pour la porter de deux à trois fois la rémunération globale perçue au cours des douze derniers mois sont assez difficiles à saisir. La délibération du conseil motive ce choix par les bons résultats de la société sous la présidence de M. Bertier et la cotation de la société. Le représentant de la CDC lors du conseil n'a pas fait obstacle à ce relèvement tout en soulignant qu'il n'était pas de son initiative. Il semble que l'actionnaire majoritaire ait pu ne pas être suivi au conseil d'administration s'il s'y était opposé, compte tenu de la position des autres administrateurs.

S'agissant des « stock options », la levée de la clause d'activité en faveur de M. Bertier a créé un précédent, suivi dans plusieurs dizaines de cas, y compris pour des options dont l'acquisition était soumise à des clauses de performance pluri-annuelles. Cependant, la clause d'activité a été appliquée strictement dans près de 130 autres cas. Cette différence de traitement démontre le caractère discrétionnaire de l'avantage accordé à M Bertier et à ceux qui ont bénéficié de la même exemption. La pratique consistant à accorder des « stock-options » sans conditions de performance s'est poursuivie : l'AMF, dans son rapport de 2012 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, a relevé que le président d'Icade en avait bénéficiée en 2011. Ce fut également le cas, sans exception, dans une plus ou moins grande mesure, pour chacun des cinq plans qui se sont succédé entre 2006 et 2011.

4. Le comité stratégique et des investissements

Icade s'est dotée, dès 2004, d'un comité des investissements. Celui-ci avait vocation à se prononcer sur tout engagement d'investissement (acquisition d'un immeuble par la foncière, opération de promotion en blanc, fusion, partenariat, prise de participation ou autre opération de croissance externe) ou de désinvestissement (cessions de titres, de fonds de commerce, arbitrage sur les immeubles de la foncière) supérieur à 30 M€. Par décision du conseil d'administration du 24 mai 2006, ce seuil a été porté à 50 M€ sauf pour les opérations de croissance externe et les prises de participation, pour lequel il est maintenu à 30 M€, et pour les investissements dans un nouveau pays ou un nouveau métier, pour lesquels aucun seuil ne s'applique.

Le règlement intérieur du conseil d'administration fixe la composition du comité (trois à cinq membre choisis par les membres du conseil) et prévoit explicitement que le président du comité est élu parmi ses membres sur proposition de la CDC. Au-delà des opérations d'investissement et de désinvestissement, le règlement du conseil donne également compétence au comité pour examiner la politique fiscale et la politique de distribution, ainsi que pour analyser les plans stratégiques et les prévisions du groupe à moyen terme. Il prévoit que le conseil se réunit au moins une fois par an.

Le comité de la stratégie et des investissements a été présidé de 2006 à 2012 par le PDG d'Icade ; si depuis 2007 il ne compte plus le représentant de la CDC personne morale parmi ses membres, cette dernière est actuellement représentée en son sein par deux administrateurs nommés sur le quota du Groupe.

B. NATURE ET PORTÉE DU CONTRÔLE EXERCÉ PAR LA CDC ET SA COMMISSION DE SURVEILLANCE

1. Les axes du contrôle de la Caisse des dépôts

La stratégie et de la gestion d'Icade sont des enjeux importants pour la Caisse des dépôts, en raison de la contribution de la filiale à ses résultats. Des progrès ont été réalisés par rapport à la première période couverte par le contrôle en termes de fonctionnement, d'organisation et de gouvernance. Des organes de gouvernance ont été créés ou stabilisés, tant au sein de la Caisse elle-même que d'Icade. La Caisse des dépôts a tiré des épisodes passés la conclusion qu'elle devait être un actionnaire plus actif, à la fois dans ses participations stratégiques et dans ses participations répondant à une logique d'épargnant avisé. La direction des risques a été renforcée. Les processus liés au contrôle prudentiel et à la lutte contre le blanchiment procurent des garanties supplémentaires. Dans toutes ses activités la Caisse des dépôts est désormais dans l'obligation de bien identifier ses partenaires, pour des raisons à la fois juridiques et opérationnelles.

2. Les lettres d'objectifs adressées au PDG

Le processus stratégique annuel du groupe CDC décrit les différentes étapes de pilotage des entités du groupe. Il prévoit notamment la rédaction d'une lettre de cadrage individualisée, envoyée à l'automne et préfigurant la phase de dialogue stratégique entre la direction d'Icade et les services instructeurs de la Caisse des dépôts, qui conduit à la rédaction des lettres d'objectifs. Les lettres d'objectifs ne sont finalisées et signées par le directeur général de la Caisse des dépôts qu'une fois les budgets et programmes à moyen terme validés par les instances de gouvernance de la filiale. Les intitulés de ces lettres ont évolué au fil des exercices, en particulier, pour les filiales non détenues exclusivement par la Caisse, dont Icade.

Les lettres d'objectifs adressées au PDG, qui vont plus loin que le seul énoncé de grandes orientations et fixent des objectifs chiffrés, sont établies en dehors du conseil d'administration d'Icade par les services de la CDC et signés par le DG de la CDC.

Elles comportent en tête cependant la mention suivante : « Les orientations données dans la présente lettre reflètent la position d'actionnaire que la Caisse des dépôts fera valoir au sein de votre conseil d'administration si celui-ci est amené à traiter des sujets proches ou identiques à ceux abordés ». Par conséquent, leur existence ne prive pas le conseil d'administration de sa compétence en matière de définition de la stratégie de l'entreprise. Au regard de la position dominante de la CDC au capital d'Icade, son influence dans la conduite de la stratégie d'Icade est déterminante, mais les actionnaires minoritaires peuvent faire valoir leur point de vue dans les instances de gouvernance.

3. La participation de la CDC aux conseils d'administration et à ses comités

Un mode de contrôle étroit

En adressant chaque année au PDG une lettre d'orientation détaillée, la CDC contrôle les mécanismes d'incitation du management à la performance. Combiné avec une majorité absolue au conseil d'administration, le contrôle du comité des rémunérations donne à la CDC les moyens de pouvoir récompenser ou sanctionner le management le moment venu. Elle peut, dès lors, lui déléguer la déclinaison de la stratégie figurant dans les lettres d'objectifs et s'en tenir lors des conseils d'administration à l'énoncé de quelques rappels ponctuels par exemple sur le développement durable, le projet Paris Nord Est ou les PPP.

Une instruction des dossiers en amont limitant la portée des interventions des minoritaires en conseil

Cette instruction en amont s'opère également au travers des procédures d'engagement d'Icade qui prévoient la saisine du comité d'engagement de la CDC pour les acquisitions immobilières de la foncière au-delà de 100 M€, les projets de promotion à plus de 100 M€ et les investissements dans les services, le « corporate » ou l'international au-delà de 50 M€. La CDC dispose ainsi d'un droit de veto sur ces investissements.

Au niveau de Holdco SIIC, la CDC dispose de la majorité des droits de vote et peut donc orienter le vote de Holdco SIIC en assemblée générale. La CDC a indiqué ne pas se coordonner avec Groupama, dont elle considère que les représentants au conseil d'administration d'Icade sont indépendants (cf. *supra*).

Le rôle de la commission de surveillance de la Caisse des dépôts

La commission dispose d'un comité des investissements, consulté pour tous les investissements ou cessions dépassant 150 M€ et pour toutes les opérations en capital de la CDC.

À la lecture des extraits de procès-verbaux de la commission de surveillance, il ressort qu'au cours de la période 2006-2012, le seul sujet concernant Icade sur lequel la commission de surveillance ait émis un avis formel a été la valeur d'introduction en bourse (avis favorable du 5 avril 2006). Elle a également débattu, mais sans décision formelle, du passage en régime SIIC, qu'elle s'est fait présenter (la CDC rappelant à cette occasion qu'elle n'avait pas l'intention de réduire sa participation dans Icade) ; de la cession des logements, du financement de l'acquisition correspondante par les ESH, de son impact sur les fonds d'épargne, de l'articulation du calendrier de cession avec celui des apports de la CDC au

Fonds stratégique d'investissement (FSI) ; du contentieux fiscal et du risque d'image qu'il fait peser sur la CDC.

C. DES RELATIONS LOINTAINES AVEC LES POUVOIRS PUBLICS

Lorsqu'elle était un acteur important dans le domaine du logement social, Icade a fait l'objet de contrôles de la Mission interministérielle d'inspection du logement social (MILOS). Depuis la cession de la plus grande partie de ses logements, Icade dispose de la même liberté d'action vis-à-vis des pouvoirs publics que les autres foncières privées.

La direction générale du Trésor traite d'Icade dans le cadre de son suivi de la CDC et ne saisit le ministre de l'économie que lorsqu'elle est elle-même sollicitée par la CDC ou par Icade en direct⁸¹. Ainsi, elle n'a pas été saisie à l'occasion de l'ouverture du capital d'Icade en 2006, qui juridiquement ne nécessitait pas, aux termes de la loi de privatisation de 1986, une saisine obligatoire de la commission des participations et des transferts.

La ministre de l'économie a eu, en revanche, à connaître de la cession des logements, la question s'étant alors posée de savoir si les fonds d'épargne pouvaient être mobilisés pour financer l'achat des logements par les ESH.

Icade n'a jamais sollicité ni reçu la garantie de l'État ou de la CDC pour ses emprunts. Ceux-ci comportent, toutefois, pour la plupart une clause autorisant le prêteur à exiger le remboursement anticipé de l'emprunt si le pourcentage d'intérêt de la CDC passait en dessous d'un certain seuil. Ce seuil était fixé à 42 % dans les emprunts souscrits avant le rapprochement avec SILIC, il a été porté à 34 % pour les derniers financements souscrits.

II. L'EQUIPE DE DIRECTION ET SON EXERCICE DU CONTRÔLE DES RISQUES

A. LE PRÉSIDENT DIRECTEUR GÉNÉRAL ET SA RÉMUNÉRATION

M. Serge Grzybowski a été nommé président-directeur général d'Icade le 1er août 2007 sur proposition de M. Augustin de Romanet, directeur général de la Caisse des dépôts

Pour 2012, sa rémunération globale comportait une part fixe de 400 000 €, une part variable en fonction de six indicateurs différents, dont trois financiers, plafonnée à 60 % du fixe (soit une rémunération globale de 640 000 €), et un élément de rémunération différé sous la forme de l'attribution gratuite de 5 984 actions gratuites assortie d'une période d'acquisition de deux ans, soumise à des clauses de performance⁸². Sa rémunération (hors actions attribuées) s'est élevée au total à 734 800 € en 2011 et 590 400 € en 2012. Le PDG a également été bénéficiaire de trois plans de stocks options en 2008 et 2011 (actuellement « sous l'eau » c'est-à-dire avec des prix d'exercice qui dépassent le cours de bourse).

⁸¹ Ce fut le cas par exemple en décembre 2006 lorsqu'Etienne Bertier est venu solliciter le soutien de la DG Trésor dans la perspective d'un projet d'augmentation de capital très urgent dans le cadre duquel Icade aurait été privatisée. La DG Trésor avait alors conclu à l'absence d'urgence, le programme d'investissement envisagé pouvant selon elle être financé par emprunt si, comme l'indiquait Icade, la CDC ne souhaitait pas le financer.

⁸² Cette rémunération différée a été valorisée à 290 100 € dans les comptes 2012.

Au cours des exercices 2009 à 2011 des primes exceptionnelles ont été versées à l'initiative de la CDC.

Ces primes de respectivement 112 000 €, 68 000 € et 120 000 € ont été décidées pour récompenser le PDG d'Icade respectivement de sa bonne gestion sociale du transfert des salariés du pôle logement, de l'intégration de Compagnie La Lucette et du rapprochement avec SILIC. Elles ont été décidées ex post et leur montant déterminé de façon discrétionnaire par la CDC. Concernant la prime relative au rapprochement avec SILIC, elle a été attribuée en 2011 avant même que l'opération ne fût achevée et alors qu'elle avait été intégrée comme un critère de performance pour le calcul de la part variable au titre de 2012.

Ces primes exceptionnelles permettaient à la CDC de continuer à afficher une part variable ne dépassant pas 60 % de la rémunération fixe, tout en comblant en partie l'écart entre la rémunération du PDG d'Icade et celle des dirigeants d'entreprises comparables. .

Une rémunération fixe révisée quasiment chaque année

De 2007 à 2012 la rémunération fixe du PDG a été revue à la hausse d'environ 7 % tous les deux ans. Ces réévaluations, sensiblement plus fortes que l'inflation, visaient à combler progressivement l'écart global de rémunération estimé par rapport au marché. Le code AFEP-MEDEF préconise, toutefois, des échéances de révision plus longues, par exemple de l'ordre de trois ans.

Les critères de performance déterminant la part variable du PDG ont été modifiés quasiment chaque année depuis 2006. Jusqu'en 2013, ils étaient au nombre de six, ce qui était beaucoup, dont trois indicateurs qualitatifs difficiles à mesurer et trois indicateurs financiers qui se recoupaient assez largement (ex : EBO et Cash-Flow Net Courant).

Les indicateurs de performance gagneraient donc à être réduits en nombre et à traduire des objectifs clairs et précis.

Un alignement sur les règles aujourd'hui en vigueur dans la sphère publique

Par un décret du 26 juillet 2012 relatif au contrôle de l'État sur les rémunérations des dirigeants d'entreprise public, une disposition a été introduite dans le décret du 9 août 1953 relatif au contrôle de l'État sur les entreprises publiques plafonnant la rémunération des dirigeants de ces entreprises à 450 000 €.

Cette disposition s'applique également directement à la CDC en vertu de l'article R 518-2 modifié du code monétaire et financier mais ne concerne pas ses filiales, qui ne sont pas des participations de l'État au sens du décret.

Néanmoins, lors de sa réunion du 20 février 2013, le représentant de la CDC a informé le conseil d'administration que la position de l'actionnaire majoritaire était, s'agissant de la rémunération du PDG d'Icade, de se conformer dès 2013 aux orientations gouvernementales, à savoir un plafonnement de la rémunération annuelle brute à 450 000 € soit le maintien de la rémunération fixe à 400 000 € et une part variable à 50 000 €. Le conseil d'administration a approuvé cette limitation à la majorité des voix.

B. LES MODALITÉS D'EXERCICE DU CONTRÔLE PAR LE MANAGEMENT

L'enquête de la Cour a pu constater que des progrès ont été réalisés pendant la période sous revue.

1. Délégations de responsabilités et seuils d'engagement

Depuis 2007, ont été formalisés au sein d'Icade des seuils d'engagement et des délégations de responsabilités précises pour les différents membres du comité exécutif.

Ces modalités de gestion constituent un outil d'audit interne et de gestion des risques appréciable, compte tenu de la multiplicité des obligations réglementaires auxquelles Icade est confrontée, notamment en matière de sécurité des bâtiments. Ces délégations de pouvoir comportent une affirmation de la part du délégataire indiquant qu'il connaît la réglementation en vigueur et qu'il accepte les responsabilités pénales qu'engagent les pouvoirs qui lui sont conférés.

2. La maîtrise des risques et l'audit interne

La direction de l'audit des risques et du développement durable a été fortement restructurée et renforcée depuis 2007. Elle a rendu au moins cinq rapports par an (sauf en 2007, un seul) que l'on peut regrouper selon les grandes catégories suivantes : audits du déroulement des opérations de fusion ; revue de certains grands projets, analyses de certaines dépenses ou processus

Depuis juin 2008, elle produit un rapport semestriel sur les risques, dont le comité d'audit du conseil d'administration est destinataire. Ce rapport présente les dix risques majeurs, une cartographie détaillée par pôle, un recensement des incidents de la période ainsi que les dispositifs de maîtrise de ces risques.

*

*

*

ANNEXE : Évolution de la part de la CDC dans le capital d'ICADE

Icade originel	Introduction en Bourse (Avril 2006)	Reclassement d'un bloc d'actions de 6,99 % dont 3,47 % à Paris North Real-Estate Fund dans le cadre de l'échange des ORA Octobre 2006	Passage au statut de SIIC (novembre 2007)	Acquisition de La Lucette et entrée de MSREF au capital d'Icade (Décembre 2009-Février 2010)	Après la fusion SILIC et la création de HOLDCO SIIC (31 Décembre 2011)
100 %	71,7 %	64,7 %	61,6 %	56 % (MSREF 4,5 %)	41,7 % (via 75,07 % de Holdco Siic)

LE MINISTRE DES FINANCES
ET DES COMPTES PUBLICS

LA MINISTRE DU LOGEMENT,
DE L'ÉGALITÉ DES TERRITOIRES
ET DE LA RURALITÉ

Paris, le 19 MARS 2015

Nos Réf. : 2015/6424

Monsieur le Premier Président,

Vous nous avez adressé un rapport particulier « Les comptes et la gestion d'Icade : Exercices 2006 à 2013 » que nous avons lu avec un grand intérêt.

Nous partageons l'essentiel des conclusions et recommandations de ce rapport, qui dresse à juste titre un bilan positif de la transformation profonde d'Icade.

Comme vous le rappelez, l'Etat est peu partie prenante de la définition de la stratégie de cette filiale de la CDC, dont il n'est pas actionnaire. La seule enceinte où il est susceptible de se prononcer formellement est la Commission de surveillance, qui n'a été sollicitée qu'une seule fois lors de la période étudiée, en dehors de l'exercice de revue annuelle des perspectives des filiales. Toutefois, cette stratégie, qui a notamment permis de clarifier l'organisation du groupe CDC dans le champ immobilier, en regroupant l'ensemble du pôle immobilier résidentiel détenu par la CDC au sein de la SNI, et de constituer un pôle tertiaire dynamique et liquide au sein du groupe CDC, nous apparaît pleinement conforme à l'intérêt patrimonial de la CDC et indirectement de l'Etat. Nous avons pris bonne note par ailleurs des points d'attention que vous soulevez, s'agissant notamment de la concentration du patrimoine d'Icade en Ile de France, qui l'expose fortement en cas d'aléa sur la réalisation du Grand Paris, et de l'importance de ses réserves foncières.

Le rapport s'interroge par ailleurs sur l'opération de vente en bloc, en 2009, du pôle logement d'Icade, et plus spécifiquement sur les conditions financières dans lesquelles cette opération a été réalisée, dans le cadre du décret n°2007-896 du 15 mai 2007 dit « décret Icade ».

Nous partageons l'analyse contrastée que votre rapport porte sur cette opération. D'une part, elle a permis de maintenir dans le parc social un nombre important de logements (environ 40 000), pour l'essentiel situés en zone tendue. Sans les aides associées au « décret Icade », les bailleurs sociaux auraient connu d'importantes difficultés financières pour racheter un nombre aussi important de logements sur une période aussi courte, avec dès lors un risque fort de basculement de ces logements dans le parc non conventionné. Mais d'autre part, comme le souligne votre rapport, les conditions comme les conséquences de cette opération sont en effet discutables.

Monsieur Didier Migaud,
Premier Président de la Cour des comptes
Cour des comptes
13, rue Cambon
75100 Paris CEDEX 01

C'est la raison pour laquelle le Gouvernement n'a pas souhaité reproduire ou étendre le « décret Icade ». Ce décret n'est aujourd'hui plus applicable. Le Gouvernement met la priorité sur la construction de nouveaux logements sociaux, avec l'objectif de 150 000 logements sociaux construits chaque année, grâce notamment au renforcement de la loi sur la solidarité et le renouvellement urbain (« loi SRU »), la mise en place d'une décote sur le foncier public, ou encore la mutualisation des fonds des bailleurs sociaux pour financer les logements très sociaux.

Nous vous prions d'agréer, Monsieur le Premier Président, l'expression de nos salutations distinguées.



Michel SAPIN



Sylvia PINEL



KCC A1501513 KZZ
10/03/2015

Monsieur Didier Migaud
Premier président
Cour des comptes
13 rue Cambon
75001 PARIS

Paris, le 6 mars 2015

Monsieur le Premier Président,

J'ai pris connaissance du rapport particulier relatif aux comptes et à la gestion d'Icade pour les exercices 2006 à 2013 que le greffe m'a notifié et ai relevé avec satisfaction les appréciations qui y sont portées sur l'amélioration et la professionnalisation de la gestion d'Icade, comme ce qui est dit sur le potentiel de valorisation de la société.

1. Sur la stratégie

Je prends également note des observations parfaitement exactes de la Cour sur la concentration du patrimoine en Île-de-France. Elle procède tant de l'abandon d'une diversification à l'étranger — lancée en son temps sans qu'Icade en ait véritablement eu les moyens — que d'une conviction que le marché de l'investissement indirect en bureaux se structure autour d'acteurs spécialisés géographiquement. Le rapport relève du reste justement que la stratégie de développement adoptée est la conséquence naturelle du passage d'Icade sous statut de foncière cotée. Les risques de la concentration géographique d'Icade doivent en outre être relativisés par la très grande profondeur du marché francilien, à nulle autre pareille en Europe, par une forte diversification au sein même du Grand Paris — diversification encore accrue grâce au rapprochement avec Silic —, ainsi que par la variété des produits qu'offre notre gamme.

Je remarque en second lieu que la Cour estime que l'opération Paris Nord-Est (PNE) faisait entrer Icade dans un métier nouveau, l'aménagement, et aurait comme telle relevé d'une décision du conseil d'administration. Cette appréciation ne s'impose pas avec évidence puisque l'aménagement est une activité connexe de la promotion et qu'en l'espèce, le projet PNE ne constitue pas réellement une opération d'aménagement pour Icade, dès lors qu'il se situe dans une ZAC déjà dotée d'un aménageur et opérant comme tel (la SEMAVIP) et met essentiellement en œuvre des processus constructifs.

2. Sur l'opération des ORA EMGP

Je prends ensuite note quant à la relation nouée par Icade en 2004 avec la société City North et poursuivie en 2006 par le rachat des ORA EMGP que cette société détenait, des observations de la Cour relatives aux imperfections du processus décisionnel auxquelles il a été remédié dès 2008.

Quant à l'élimination elle-même des intérêts minoritaires, elle était dans son principe justifiée.

Quant à ses modalités, et notamment son prix et son calendrier, la Cour note d'abord que financièrement le non-exercice de l'option de rachat aurait privé Icade d'une plus-value de 40 à 50 millions d'euros (cf. rapport, synthèse, p. 5). En réalité, comme la Cour le rappelle elle-même dans le corps du rapport (cf. p. 18 et note de bas page 12), ce montant correspond à l'écart entre le prix auquel Icade aurait pu racheter les ORA et leur valeur de marché à la date considérée. Il s'agit ainsi d'un coût d'opportunité et non d'une plus-value potentielle. Du reste, dans la même synthèse du rapport (cf. p. 5), la Cour indique que si l'option d'achat avait été exercée, la société City North aurait réalisé une plus-value de 10,1 millions d'euros : Icade et City North ne sauraient avoir été, chacun, bénéficiaires d'une plus-value sur la même opération.

Le rapport rappelle par ailleurs les motifs, exposés par Icade (et notamment les risques résultant d'un possible débat sur l'évaluation de l'ANR), qui pouvaient justifier qu'en dépit des conventions liant les parties, une approche consensuelle soit recherchée avec la société City North.

J'estime que ces motifs, sur lesquels le rapport ne se prononce pas, étaient intrinsèquement aptes à légitimer les décisions prises en 2006.

3. Sur l'immobilier commercial

La Cour indique par ailleurs que l'immobilier commercial représenterait un axe de développement pour la société (cf. p. 50). Au contraire, les centres commerciaux ont été depuis plusieurs exercices considérés comme des actifs non stratégiques qui ont été progressivement cédés. Après la vente du centre Odysseum à Montpellier en 2013 rappelé dans le rapport, Icade a arbitré son portefeuille d'enseignes Mr. Bricolage en décembre dernier et ne détient plus aujourd'hui qu'un seul centre commercial, celui du Millénaire, qu'elle conserve en tant qu'équipement collectif du parc d'affaires du même nom.

4. Sur le litige fiscal

Enfin, s'agissant du litige fiscal, je maintiens que compte tenu de notre analyse au fond du dossier, laquelle a été établie en accord avec nos conseils, partagée par nos commissaires aux comptes et renforcée par l'avis favorable de la commission nationale des impôts qui conteste sans équivoque la méthode retenue par l'administration, aucun provisionnement ne s'impose dans les comptes de la société.

Quant au reste des observations du rapport, Icade fera son profit des améliorations de sa gouvernance recommandées et informera la Cour des suites données conformément aux dispositions figurant à l'article 143-10-1 du code des juridictions financières et aux obligations qui sont les siennes en tant qu'émetteur coté.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Premier Président, les assurances de ma haute considération.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Nathalie', with a stylized flourish at the end.

Nathalie Palladitcheff
Directeur général



LE DIRECTEUR GÉNÉRAL

Paris, le

- 9 JAN. 2015

chr Monsieur le Premier Président,

Par courrier en date du 10 décembre dernier, vous m'avez fait parvenir le Rapport Particulier relatif aux comptes et à la gestion d'Icade pour les exercices 2006 à 2013.

Comme vous m'y avez invité, je vous fais part de mes observations qui figurent en annexe aux présentes.

J'attire, par ailleurs, votre attention sur certains développements qui figurent dans le Rapport de la Cour qui nécessiteraient, selon notre analyse, une vigilance toute particulière dans l'hypothèse où la Cour déciderait de mettre en ligne ledit Rapport.

En effet, je souhaite insister sur le fait que des éléments stratégiques sur l'avenir d'Icade, le sort de certaines activités ainsi que des discussions et débats y afférents au sein du conseil d'administration - d'ailleurs soumis à confidentialité - ne sont pas connus du public et seraient susceptibles d'avoir une influence sur le cours de bourse de la société si ceux-ci venaient à être rendus public.

Il en est de même du contentieux fiscal auquel la Cour consacre des développements importants alors même qu'elle n'en tire aucune critique. Sans rentrer dans le fond **des discussions visant au règlement du dossier** qui ont pu avoir lieu entre Icade et l'administration fiscale, il paraît essentiel que l'existence même de ces discussions, compte-tenu de leur nature et de l'absence d'accord devenu définitif, et notamment le montant envisagé de ce redressement, conserve un caractère confidentiel. En effet, Icade n'a pas reconnu une quelconque sous-évaluation des biens en cause et ne s'est engagée dans les négociations avec l'administration fiscale sur la valeur des biens que sur la considération des effets irréversibles que pourrait avoir le projet de redressement de l'administration sur la situation d'Icade, notamment pour l'opération de rapprochement avec Silic qui était sur le point d'être annoncée.

Une divulgation, dans le cadre du Rapport, des éléments susvisés, serait susceptible d'être gravement préjudiciable à Icade.

Monsieur Didier Migaud
Premier président
Cour des comptes
13, rue Cambon
75100 Paris Cédex 01

Par ailleurs, le compte-rendu des suites que la CDC entend donner aux observations de la Cour sera communiqué ultérieurement dans le cadre du suivi annuel.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Premier Président, l'expression de mes sentiments distingués et les meilleurs.

très cordialement ,


Pierre-René Lemas

Je note tout d'abord, de manière générale, que la Cour relève qu'Icade poursuit une stratégie cohérente, que sa situation est saine, sa gestion professionnalisée et que sa gouvernance a été améliorée, même si elle reste encore perfectible. La Cour a également constaté que s'agissant du contrôle, qualifié d'étroit, exercé par la Caisse des dépôts, des progrès ont été réalisés.

De manière plus spécifique, je souhaiterais néanmoins apporter trois séries de commentaires sur les constats et appréciations formulés dans le Rapport Particulier.

1. **L'introduction en bourse d'Icade et l'adoption du statut de société d'immobilier cotée** sont des événements qui datent de plusieurs années et qui sont antérieurs à l'ensemble des transformations structurantes qu'a connu Icade dans une période plus récente (cession des logements, recentrage stratégique, rapprochement avec SILIC....). Dans ce contexte, les éléments relevés par la Cour conduisent à formuler deux principales séries d'observations :

Il ressort des différentes étapes de préparation de l'introduction en bourse que la structure de l'opération choisie, c'est-à-dire le recours à une augmentation de capital, poursuivait plusieurs objectifs et notamment celui de financer le programme d'investissement de la société pour la période 2006-2009 lequel s'élevait à 1,8Md€, dont 850M€ identifiés. L'affirmation selon laquelle une autre modalité d'introduction en bourse, plus favorable aux intérêts patrimoniaux de la CDC aurait pu être envisagée est discutable, car elle repose sur le seul fait que certains investissements n'avaient pas alors été tous identifiés, ce qui est classique dans ce genre d'opérations. Quant au prix de l'introduction qui a été retenu à l'époque, il se situe, comme le rappelle d'ailleurs la Cour, dans le milieu de la fourchette recommandée par la direction des finances de la Caisse des dépôts et dans le haut de la fourchette approuvée par le conseil d'administration d'Icade et validée par la Commission de surveillance de la Caisse des dépôts. S'agissant, de la « sursouscription » de l'offre d'actions Icade par les investisseurs, il faut rappeler qu'elle ne présentait aucun caractère exceptionnel dans le contexte de marché favorable du début de l'année 2006. Enfin, la Cour souligne fort justement que la valorisation retenue lors de l'introduction en bourse n'a en rien contribué à un enrichissement personnel.

- Le processus de décision ayant conduit au rachat par ICADE des ORA émises par Icade EMGP en 2006 n'est effectivement pas exempt de critiques. Ainsi, le fait que le comité des investissements du conseil d'Icade n'ait pas été saisi de la question de l'exercice ou non de l'option d'achat en mai 2006, préalablement à la discussion qui a eu lieu en conseil d'administration, n'est pas satisfaisant, même si la portée de ce dysfonctionnement doit être appréciée à sa juste valeur. La Cour a également raison de souligner l'importance des vérifications d'usage qu'il convient de mener lors de l'entrée en relation avec de nouveaux investisseurs ou partenaires.

Pour autant, sur le fond, l'appréciation qui est portée aujourd'hui sur les deux décisions du conseil d'administration d'Icade de mai et septembre 2006 doit nécessairement prendre en compte leur contexte. Comme cela est relevé dans le Rapport Particulier, le non-exercice de l'option d'achat des ORA en mai 2006 doit ainsi notamment s'apprécier au regard du risque de contentieux que les organes dirigeants d'Icade souhaitaient apparemment éviter. En septembre, il apparaît ensuite que la décision consistant à racheter les ORA d'Icade EMGP s'inscrivait dans le cadre d'une politique plus générale privilégiant la sortie des actionnaires minoritaires potentiels de plusieurs filiales d'Icade et pas uniquement d'Icade EMGP. Par conséquent, affirmer comme le fait la Cour, que le rachat des ORA en septembre, certes à un prix supérieur à celui auquel l'opération aurait été réalisée en mai si la décision d'exercer l'option d'achat avait alors été prise, serait nécessairement contraire à l'intérêt social d'Icade du fait de cette différence de prix, mérite d'être nuancé.

2. **Concernant la réorientation de l'activité d'Icade**, il convient de rappeler que la cession du patrimoine logements d'Icade à la SNI, dont la Cour considère qu'elle serait *« discutable dans ses modalités et ses conséquences »*, est une opération qui a été menée en parfaite transparence avec l'Etat qui l'a soutenue en favorisant les conditions de sa mise en oeuvre (décret « Icade » du 15 mai 2007, exonération de Taxe Foncière des Propriétés Bâties et éligibilité aux prêts des fonds d'Epargne).

Par ailleurs, afin de prévenir tout conflit d'intérêt les représentants de la Caisse des dépôts se sont effectivement abstenus lorsque ce dossier a été traité tant par le conseil d'administration d'Icade que par le conseil de surveillance de la SNI. Le Rapport Particulier de la Cour souligne ainsi que : *« De fait il apparaît que l'établissement public n'a pas prédéterminé le prix. Les négociations entre les parties ont été effectives, parfois dures, à la limite de la rupture. Du côté d'Icade, les actionnaires minoritaires veillaient à ce qu'elles n'aboutissent pas à un prix trop faible à leurs yeux ; du côté du consortium, les offices et collectivités territoriales étaient des acteurs informés et de poids. La présence de tiers rendait impossible la fixation d'un prix de convenance »*. Dès lors l'affirmation selon laquelle : *« Pour autant, dans la mesure où la SNI ne devait acheter qu'une fraction mineure des actifs cédés par Icade, la Caisse des dépôts s'est trouvée engagée dans une opération où son intérêt était du côté d'Icade et dans la réussite de la vente au meilleur prix »*, mériterait d'être restituée dans le contexte de cette observation préalable.

Enfin, selon la Cour, les logements à caractère social d'Icade auraient dû être reclassés soit au sein de la SNI soit auprès des bailleurs sociaux avant l'introduction en bourse d'Icade. Rappelons, toutefois, qu'à l'époque de son introduction en bourse en 2006, la société poursuivait une stratégie reposant sur une matrice trois marchés / trois produits. Or, c'est l'abandon de cette stratégie, à partir de 2007, au profit d'une fonciérisation et d'une tertiarisation du patrimoine qui conduira au désengagement d'Icade de son activité de foncière de logement, qui n'était nullement d'actualité au moment de l'introduction en bourse.

3. S'agissant de **l'évolution de l'organisation et de la gouvernance**, nous notons que la Cour souligne que des efforts incontestables, qui méritent d'être poursuivis, ont été faits pour mieux apprécier les risques et adapter les structures à la réorientation de la société.

La Cour qualifie le mode de contrôle de la CDC d'étroit, et relève que des organes de gouvernance ont été créés ou stabilisés, tant au sein de la Caisse elle-même que d'Icade, que la direction des risques a été renforcée et que les processus liés au contrôle prudentiel et à la lutte contre le blanchiment procurent des garanties supplémentaires.

En ce qui concerne le **pacte d'actionnaires conclu entre la Caisse des dépôts et Groupama**, qui a vocation à régir les relations au sein de la société par actions simplifiée Holdco SIIC par l'intermédiaire de laquelle la Caisse des dépôts détient sa participation dans ICADÉ, il a fait l'objet d'un avenant en juillet 2014 afin de proroger l'engagement d'inaliénabilité des titres de Holdco SIIC détenus par Groupama SA jusqu'au 31 octobre 2015. L'Autorité des Marchés Financiers et le marché ont été informés de la signature de cet avenant.

Concernant la qualification de certains administrateurs indépendants au sein du conseil d'Icade, il convient de rappeler que le code AFEP-MEDEF, s'il prévoit des critères pour analyser l'indépendance des personnes concernées, préconise une appréciation *in concreto* de la situation de l'administrateur, devant être appréciée au cas par cas. Cette analyse a été dûment menée par le comité des nominations et des rémunérations et discutée au sein du conseil d'administration d'Icade, tenant compte notamment du confort apporté par des analyses écrites de cabinets d'avocats.

Concernant la rémunération du dirigeant, il convient de préciser que les primes exceptionnelles versées au PDG et telles que décidées en 2009, 2010 et 2011, ont fait l'objet de débats dans les instances de gouvernance d'Icade et ont été entérinées par un vote au sein du conseil d'administration.

En conclusion, la Caisse des dépôts entend jouer un rôle actif, en particulier au travers des organes de gouvernance de la société, dans la définition de la stratégie d'Icade pour les années à venir, en prenant notamment en compte les spécificités de chacune des grandes composantes de son portefeuille d'actifs. En tant qu'actionnaire, la Caisse des dépôts restera naturellement très attentive à la préservation de ses intérêts patrimoniaux ainsi qu'à la conformité de la stratégie d'Icade avec ses missions d'intérêt général.