

Evolution du marché immobilier et opportunités fiscales

Les turbulences actuelles sur les marchés financiers et l'économie en général ont des conséquences directes en matière de structuration de fonds immobiliers. Cet article a pour objectif de faire le point sur l'état de la situation en tentant de décrire certaines tendances observées et de nouvelles modalités d'investissement, générant autant de nouvelles opportunités sur le plan du planning fiscal.

Le passé récent

Ces dernières années ont été essentiellement caractérisées par un modèle où le recours au financement externe pour les investissements immobiliers était très élevé ("leverage maximum") avec un coût et des frais de financement raisonnables. Souvent, les fonds propres et les liquidités étaient également largement disponibles. Les valorisations immobilières ont atteint des sommets.

La situation actuelle

En très peu de temps, l'environnement économique s'est dégradé et a totalement changé. Le marché immobilier, souvent considéré comme le poumon de l'économie, car très lié à l'évolution de la croissance, se caractérise désormais dans beaucoup de cas par une déflation et donc des réductions de valeur parfois très importantes sur les actifs. La récession a eu directement un impact sur les transactions immobilières dont le volume s'est effondré.

La crise bancaire et la perte de confiance dans la capacité des banques à prêter, et l'augmentation du coût (marges et frais bancaires), des risques et des conditions ("covenants" etc) liés au financement pourraient bouleverser la manière dont certaines structures d'investissement sont organisées. Même si des liquidités importantes existent pour un grand nombre d'investisseurs, elles sont en attente de jours meilleurs pour être investies, et nous connaissons une crise de liquidité. Le fait de disposer de liquidités devient stratégique ("cash is king"), ce qui se traduit par un avantage compétitif certain pour ceux qui disposent de liquidités en suffisance, certains fonds immobiliers ayant souffert de rachat de titres ("redemptions") au mauvais moment faute de liquidités disponibles. Les banques semblent très concernées par la capacité de leurs emprunteurs de pouvoir générer des cash flows.

Beaucoup de difficultés sont également liées à l'évaluation des actifs détenus dans les structures immobilières. C'est dans ce contexte morose que la plupart des investisseurs ont décidé de reporter leurs décisions d'investissement au moins jusqu'au premier trimestre 2009 et ont "gelé" la plupart de leurs projets entretemps.

Les tendances récentes

Vu la situation décrite ci-dessus, des fonds immobiliers se restructurent, soit par obligation, afin de rester com-

pétitifs, soit par opportunité, pour être prêts à investir à nouveau en raison du prix de plus en plus attractif des biens immobiliers sur certains marchés suite aux fortes baisses de valeur (toujours en cours) des actifs immobiliers. Rester compétitifs semble une équation difficile à résoudre pour certains fonds immobiliers, avec des locataires qui, compte tenu de la crise, souhaitent dans la mesure du possible renégocier à la baisse leurs loyers tandis que le coût de financement par les banques se fait plus cher pour celles qui acceptent encore de prêter.

On remarque certains nouveaux comportements au niveau des investisseurs.

En attendant de pouvoir à nouveau lever des liquidités supplémentaires pour leurs propres fonds, certains acteurs immobiliers envisagent par exemple de conclure des joint-ventures avec d'autres acteurs immobiliers pour mettre en commun leurs ressources et mener à bien des projets. Certains fonds envisagent aussi d'investir au départ en fonds propres de manière surpondérée, quitte à refinancer par fonds de tiers une partie de leurs projets lorsque le marché du crédit sera redevenu attractif.

Afin de profiter pleinement des opportunités de financement lorsque la liquidité reviendra sur le marché, beaucoup de fonds immobiliers cherchent également à diversifier leurs sources de financement en élargissant le nombre de banques potentiellement susceptibles de leur prêter, et en envisageant également de recourir à de nouveaux instruments de financement comme par exemple les instruments de dette "Sharia compliant" pour les investisseurs islamiques.

On constate de plus en plus l'émergence d'investisseurs clés que sont les fonds souverains, les sociétés d'assurances et les fonds de pension qui n'ont pas nécessairement besoin de faire appel à des fonds externes pour investir et s'inscrivent résolument dans une perspective de long terme.

Le marché du crédit lui-même pourrait également se modifier, avec dans certains cas des fonds de pension et des assurances se substituant aux banques, pour le financement de projets immobiliers. Des transactions de "deleveraging" (où tout ou partie de l'endettement externe se voit remplacé par des fonds propres ou du refinancement interne) sont également en cours. De nombreux projets liés à l'acquisition et la restructuration de dettes immobilières existantes voient le jour. Cette activité est d'ailleurs liée davantage à la titrisation qu'aux investissements immobiliers eux-mêmes.

De nouveaux types d'actifs sont donc envisagés pour des projets d'investissement, comme le rachat à bon prix de créances bancaires sur les sociétés propriétaires d'actifs immobiliers. La plupart des opportunités sur ce type de marché apparaissent attractives pour les mois qui viennent. Le marché des CMBS ("commercial mortgage-backed securities"), c'est-à-dire des instruments de dettes garantis par des créances hypothécaires, ne connaît pas vraiment de nouvelles émissions, mais des opportunités commencent à apparaître sur les actifs existants, fortement dépréciés pour certains d'entre eux.

Quels impacts en terme de planning fiscal?

Une structuration fiscale efficiente pour les fonds immobiliers est plus que jamais au centre des débats en tant que partie intégrante à la rentabilité des projets immobiliers. Dans un marché où le rendement semble compromis ou incertain, l'accent sera mis notamment sur les possibilités de réduire les droits de transfert immobiliers, qui continueront à représenter un coût direct important pour les investisseurs. Nous pensons que les "share deals" (où le transfert d'un actif immobilier s'organise par le biais d'une cession des actions de la société détenant l'immeuble afin d'éviter les droits de mutation immobilière) continueront à avoir la cote dans la plupart des cas. Le recours à moins d'endettement externe pour favoriser davantage le financement interne et les sorties de la structure devraient également être analysés de manière détaillée en terme d'impact pour les ratios d'endettement pour les sociétés détenant les immeubles. La possibilité d'investir dans des "distressed debts" immobilières dans la perspective d'une amélioration de la situation financière future de l'emprunteur devrait également représenter une nouvelle opportunité sur le plan du planning fiscal, car il sera important de gérer l'imposition des revenus courants mais également des plus-values futures sur ces actifs achetés bien en-dessous de leur montant nominal.

Et le Luxembourg dans tout cela?

Situation domestique

Le Luxembourg est très bien placé dans le contexte actuel. Nous sommes d'avis que le Luxembourg restera très attractif et populaire comme pays d'accueil pour les fonds immobiliers, qu'ils soient réglementés ou non. Même si les bouleversements récents pourraient susciter dans le chef des investisseurs davantage de demande de régulation, les fonds opportunistes notamment, mais également ceux souhaitant éviter les coûts liés à la régulation, préféreront sans doute garder la flexibilité de structures non réglementées. Au niveau des véhicules réglementés, les fonds d'investissements spécialisés FIS (sous forme de SICAV ou de FCP) principalement, et les SICARs (notamment suite aux amendements de la loi de 2004 approuvés le 15 octobre 2008 et visant une flexibilité accrue lors de l'utilisation de ce type de véhicule) dans une moindre de mesure, devraient continuer à s'imposer.

La société de titrisation devrait également connaître un vif intérêt pour l'acquisition de "distressed debts" sur des structures immobilières. Les impacts TVA et réglementaires de ce type de structuration seront également importants à maîtriser lors de la mise en place. Les sociétés pleinement imposables ("soparfis") luxembourgeoises devraient également encore avoir de beaux jours devant elles, soit pour la structuration de fonds non réglementés, soit en combinaison avec SIF, SICAR, et titrisation. Les investisseurs (en direct ou via les fonds réglementés luxembourgeois) détenant des instruments de dettes sur les "soparfis", devraient pouvoir continuer à bénéficier de rapatriement des revenus réguliers et des plus-values de la structure de manière flexible et effica-

ce fiscalement, sans prélèvement de retenue à la source. Si compte tenu des éléments précités, une partie plus importante d'un financement immobilier devait s'organiser sous forme de fonds propres investis par des investisseurs non défiscalisés, le recours à des instruments convertibles permettant une déduction fiscale dans le chef de l'emprunteur, et une exonération dans le chef du prêteur "soparfi", en application du principe fiscal de "substance over form" devrait également trouver leur intérêt.

A partir de 2009, la réduction du taux d'impôt sur le revenu de 29.63% à 28.59%, l'abolition du droit d'apport proportionnel (lequel favorisera le financement par fonds propres) ainsi que l'élargissement des bénéficiaires de l'exonération de la retenue à la source pour les distributions de dividendes à des actionnaires sociétés résidentes dans un pays avec convention fiscale et imposition comparable (pour rappel un taux de 10.5% sur base comparable pour 2009), sont des éléments favorables mais dont l'impact pour les fonds immobiliers devrait probablement être limité. L'évolution du marché immobilier luxembourgeois dépendra en partie des prévisions de croissance pour le pays, qui sont clairement à la baisse. La réforme fiscale pour 2009 a certes diminué les droits d'enregistrements lors d'apport d'actifs immobiliers, mais ceux-ci restent importants pour l'acheteur en cas de cession directe de l'actif.

Relations internationales

Le nombre des conventions fiscales conclues par le Luxembourg, en constante augmentation, devrait également jouer un rôle positif, spécialement pour les régions qui restent attractives pour les investissements immobiliers. L'Asie semble continuer à représenter un marché attrayant comme l'économie locale devrait selon la plupart des estimations, continuer à croître même si à un rythme moins rapide que par le passé. Le nouveau traité fiscal entre le Luxembourg et Hong Kong, ratifié récemment par le parlement luxembourgeois, devrait également permettre des possibilités accrues de planning fiscal.

Conclusions

Même si globalement les perspectives pour 2009 semblent pessimistes, certaines régions commencent lentement à redevenir attractives, et comme l'immobilier est par définition une activité centrée sur le long terme, des opportunités d'investissement et de structuration fiscale devraient graduellement à nouveau être rencontrées dans les mois qui viennent. Comme souvent en temps de crise, les investisseurs qui auront eu la capacité d'innover et de s'adapter aux contraintes nouvelles du marché, ainsi que les gestionnaires d'actifs qui auront comme objectifs premiers d'assurer une gestion proactive devraient pouvoir tirer leur épingle du jeu.

Pierre Kreemer
Partner
Real Estate and Infrastructure Tax Leader
KPMG Tax Luxembourg
pierre.kreemer@kpmg.lu
www.kpmg.lu

Le bois, le nouvel or vert

La demande en faveur des produits et services liés au bois évolue en étroite corrélation avec la croissance de la population du globe et le phénomène de la mondialisation. Mais les forêts naturelles diminuent et les plantations ne se développent pas assez rapidement pour éviter la raréfaction imminente de l'offre. Les forêts proposent également l'avantage d'une grande valeur optionnelle environnementale en tant que puits de carbone et source de biocarburants.

Dans la mythologie grecque, le roi Midas était connu pour le pouvoir que lui avait conféré Dionysos - dieu du vin et capable de libérer les hommes d'eux-mêmes - lui permettant de transformer tout ce qu'il touchait en or. Selon la légende, lorsque le roi Midas mit son nouveau pouvoir à l'œuvre pour la première fois, il en crut à peine ses yeux... une brindille de chêne fraîchement coupée se transforma instantanément en or entre ses mains. Aujourd'hui, ce ne sont pas seulement les branches de chêne, mais toutes les forêts et le bois, ce matériau qui est une des bases même de notre civilisation, qui pourraient à nouveau se transformer en or. Les exploitations forestières recèlent en effet de plus en plus de valeur aux yeux des investisseurs. Et ce regain d'intérêt puise sa source dans plusieurs origines. D'une part, la demande en bois de construction ou d'ameublement, d'emballage ou de papier va continuer à progresser régulièrement, en ligne avec le phénomène de mondialisation et de croissance de la population. D'autre part, les forêts naturelles disparaissent à un rythme alarmant, et même si les plantations forestières progressent, elles ne suffiront pas à satisfaire la demande, en constante augmentation. Dès lors, la raréfaction de l'offre va engendrer une augmentation de la valeur du bois.

Les moteurs de la demande

Dans les pays en développement, la croissance des dépenses en infrastructures et le dynamisme économique stimulent la demande mondiale pour le bois. Par ailleurs, l'augmentation des niveaux de vie et la poursuite du processus d'urbanisation font inévitablement croître la demande pour des produits sylvicoles transformés tels que le papier, les emballages ou les produits d'hygiène. A titre

d'exemple, la consommation de papier par habitant de la ville de Shanghai a atteint 170 kg par personne par an, tandis que la moyenne nationale chinoise est encore inférieure à 50 kg - la consommation aux Etats-Unis avoisine quant à elle les 300 kg/habitant. Dans ce contexte, il est peu surprenant que la Chine, dont les importations ont plus que triplé entre 1997 et 2005, soit devenue l'un des plus grands importateurs de bois au monde. Enfin, le bois fait l'objet d'un regain d'intérêt de la part des consommateurs des pays développés, qui l'utilisent comme matériau de construction en raison de sa performance supérieure sur les plans de l'efficacité énergétique, de sa polyvalence et de sa capacité élevée de recyclage par rapport aux matériaux tels que le béton, la brique ou bien encore l'acier.

Taux de déforestation: toujours élevés

La croissance de la population stimule non seulement la demande, mais elle affecte également l'offre, car cette augmentation se traduit par une progression de la déforestation et de la surexploitation. Cette déforestation se poursuit ainsi à un rythme annuel d'environ 13 millions d'hectares, soit l'équivalent environ de la surface de la Grèce. Au Brésil par exemple, le rythme net annuel de déforestation atteint plus de 3 millions d'hectares, soit l'équivalent de près de la moitié des pertes de forêts tropicales humides à travers le monde. Une superficie similaire de forêt est détruite chaque année en Indonésie, à mesure que les plantations de palmiers à huile progressent et que l'exploitation illégale persiste. A ce facteur s'ajoute une législation environnementale toujours plus stricte dans les régions tropicales notamment, qui restreint progressivement l'accès aux forêts primaires. En outre, les mesures politiques telles que l'introduction de barrières à l'exportation pour le bois et les différends commerciaux, devraient eux aussi contribuer à la raréfaction de l'offre et à la hausse des prix.

Ainsi, les plantations sont fréquemment avancées comme une solution idéale pour augmenter l'offre et pour proposer une réponse viable à la demande croissante. La Chine, par exemple, déploie des efforts particuliers en ce sens. Mais les plantations ont leurs propres limites, car les terres adaptées se font de plus en plus rares ou sont encore utilisées à d'autres fins, et particulièrement pour l'agriculture. Comme même les plantations à fort rendement et à croissance rapide requièrent plusieurs années pour arriver à maturité et nécessitent des investissements financiers importants, elles resteront malheureusement insuffisantes pour parer à la croissance de la consommation.

Le poids des facteurs environnementaux

Les énormes défis environnementaux qui nous attendent, notamment ceux liés au changement climatique, devraient également devenir des moteurs de valorisation du secteur. En effet, les forêts constituent d'énormes réservoirs de CO2 et contiennent même davantage de ce gaz que l'atmosphère terrestre. Le dernier sommet des Nations Unies sur le climat, qui s'est tenu à Bali à la fin de l'année 2007, a d'ailleurs envisagé d'accorder des crédits carbone pour éviter la déforestation au cours de la période postérieure au protocole de Kyoto, soit à partir de 2013. Les taux de déforestation actuels sont en effet responsables d'environ 20% des émissions de gaz à effet de serre. Le versement d'indemnités compensatoires sous la forme de crédits carbone pourrait ainsi être accordé aux propriétaires de surfaces forestières qui limiteraient la perte nette de forêt. En outre, comme le bois est une source d'énergie neutre en carbone, ses prix devraient bénéficier des politiques gouvernementales de réduction des émissions de CO2. A titre d'exemple, les sources d'énergie neutres en CO2 qui libèrent la même quantité de gaz lors de la combustion ou de la décomposition que celle absorbée lors de la croissance, comme le bois par exemple, seront de plus en plus soutenues par les gouvernements.

Ainsi, la Commission européenne a adopté fin 2005 un plan d'action dans le domaine de la biomasse, proposant des mesures qui pourraient plus que doubler l'utilisation de celle-ci au sein de l'Union européenne d'ici 2010. Les prix du bois devraient ainsi bénéficier de l'intérêt mondial porté au défi que constituent les changements climatiques. Les biocarburants à base de bois semblent même encore plus prometteurs. A la différence des biocarburants de première génération, qui sont à base de produits agricoles tels que le maïs, le colza ou la canne à sucre, les biocarburants dits de deuxième génération, issus de la cellulose par exemple, sont produits à partir de résidus végétaux non comestibles comme le bois, et ne sont donc pas - ou peu - controversés, car ils ne contribuent pas à la crise alimentaire.

Investir dans le bois

Traditionnellement, les investissements dans la classe d'actifs du bois se faisaient à travers le private equity, qui jusqu'ici a produit des performances attrayantes, couplées à une faible volatilité, et bénéficiant de surcroît d'une corrélation limitée avec les autres classes d'actifs, faisant ainsi

d'un investissement dans le bois, sous la forme de private equity, une option idéale de diversification d'un portefeuille. Toutefois, investir directement dans ce secteur présente d'importants inconvénients. Les commissions de souscription minimales des produits de private equity sont généralement très élevées et les longues périodes de détention requises, généralement de 10 à 12 ans et parfois plus, apparaissent excessives pour la plupart des investisseurs, à l'exception des grands investisseurs institutionnels. Une alternative consiste à sélectionner prudemment des actions cotées en fonction de leur exposition aux ressources forestières, offrant ainsi la liquidité et la commodité d'un produit en actions classique, pour des profils de rendement similaires sur le long terme à ceux décrits ci-dessus. De nombreuses sociétés cotées du domaine des produits forestiers ne se contentent en effet pas seulement d'acquiescer ou de gérer des exploitations forestières, mais intègrent souvent verticalement plusieurs activités à différents degrés. Un choix avisé de titres peut donc offrir une diversification à l'intérieur même du secteur et un potentiel de rendement tout au long de la chaîne de valeur sylvicole.

A la différence des exploitations forestières autonomes qui ont récemment attiré de nombreux capitaux émanant d'investisseurs institutionnels et dont la valeur a sensiblement augmenté, les exploitations détenues par des sociétés du secteur cotées en bourse présentent souvent une décote. En outre, la valeur sous-jacente du bois semble être plus résistante aux ralentissements mondiaux, ce qui constitue un avantage certain dans des contextes de marché difficiles. A noter également que le bois a toujours été corrélé positivement avec l'inflation, une caractéristique qui offre aux investisseurs une protection naturelle contre la hausse des prix à la consommation. Si le bois a encore du chemin à parcourir pour rattraper l'or, il présente toutes les caractéristiques d'une ressource stratégique clé du XXI^e siècle, voire au-delà. Les investisseurs disposent donc aujourd'hui d'une opportunité en or, à l'image du roi Midas, qui eut juste à tendre la main pour saisir cette fameuse brindille de chêne...

Christoph Butz
Ingénieur forestier EPFZ
Certified International Investment Analyst (CIIA)
Pictet Asset Management

Gabriel Micheli
Economiste HSG
Investment Manager
Pictet Asset Management