



Cycle Investisseurs

Le nouveau traité fiscal franco-luxembourgeois change-t-il les stratégies des investisseurs immobiliers ?

Vendredi 7 décembre 2018 -14h30 - 16h00

Débat animé par **Gaël Thomas** – Directeur des Rédactions - Business Immo

Intervenants :

- **Christine Daric**- Avocate associée - Franklin
- **Alain De La Bellière** – Directeur Général Adjoint - DTZ Investors
- **Nicolas Verdillon** – Head of Investment Properties Executive Director - CBRE
- **Romain Frémont** - Président Colliers International Investment & Asset Management (CIAM)

Un nouveau paradigme dans la fiscalité immobilière

Présenté par Christine Daric - Avocate associée chez Franklin

1. UN NOUVEAU TRAITE FRANCO-LUXEMBOURGEOIS

Le nouveau traité fiscal franco-luxembourgeois, signé le 1^{er} mars 2018, représente un « big bang » fiscal et s'inscrit dans un processus de durcissement des règles fiscales entre les deux pays.

1.1. Contexte

Le premier durcissement fiscal remonte à 2014 lorsqu'un avenant au traité fiscal franco-luxembourgeois¹ est signé. Cet avenant dont l'entrée en vigueur date du 1^{er} janvier 2017 donne alors le droit à la France d'imposer une société luxembourgeoise sur les cessions de parts de société à

¹ Traité fiscal datant du 1^{er} Avril 1958.

prépondérance immobilière détenant des actifs immobiliers en France, alors que précédemment ce droit était détenu par le Luxembourg où cela n'était pas imposé.

Néanmoins, certains moyens de s'y soustraire existaient pour les investisseurs étrangers à travers les SPPICAV².

En effet, le traité du 1^{er} Avril 1958 ne requiert pas l'obligation de payer l'impôt pour être considéré comme résident fiscal. Ainsi, une société française exonérée d'impôt comme un OPCI SPPICAV³ peut distribuer à une société luxembourgeoise des dividendes, sur lesquels un taux d'imposition de 5% uniquement est retenu par l'Etat français.

De plus, une disposition du traité indique qu'un dividende n'est pas imposé au Luxembourg dès lors que la société luxembourgeoise détient au moins 25% des parts de la société distributrice, directement ou indirectement.

En pratique, les investisseurs étrangers se structurent la plupart du temps en France avec des SPPICAV pour leurs investissements court ou moyen terme. La SPPICAV perçoit des revenus soit locatifs ou bien liés à des plus-values immobilières qui ont l'obligation d'être distribués. Or, la SPPICAV distribue des dividendes à une société luxembourgeoise avec seulement un taux d'imposition sur le dividende de 5%. De plus, si la société au Luxembourg détient au moins 25% des titres de la société distributrice alors le dividende n'est pas imposé. Enfin, l'argent peut être transféré en dehors de l'Union Européenne sans retenu à la source depuis le Luxembourg.

En conclusion, les investisseurs étrangers peuvent payer un taux global effectif de 5% d'impôts sur les revenus locatifs et les plus-values immobilières avec la convention du 1^{er} avril 1958 telle que modifiée par l'avenant de 2014.

Mais le 20 mars 2018, les gouvernements français et luxembourgeois annoncent la signature d'une nouvelle convention fiscale.

1.2. Les contours du nouveau traité et les nouvelles dispositions

Définition de la résidence fiscale

Premièrement, le nouveau traité change la notion de résidence fiscale en considérant qu'il faut être effectivement assujéti à l'impôt pour être considéré comme résident fiscal et donc bénéficier des dispositions du traité ; ceci n'étant pas le cas dans le traité précédemment en vigueur.

Nouveau taux d'imposition sur les dividendes

Deuxièmement, une disposition particulière sur les dividendes qui concerne les SPPICAV et les Sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC)⁴ modifie le taux d'imposition retenu. En effet, le taux

² Société de placement à prépondérance immobilière à capital variable (SPPICAV), soumise à la fiscalité des revenus de capitaux mobiliers.

³ L'Organisme de Placement Collectif en Immobilier (OPCI) est un produit d'investissement qui collecte des fonds auprès d'investisseurs particuliers et institutionnels. L'OPCI investit ensuite les fonds récoltés dans des actifs immobiliers et financiers. Les OPCI peuvent prendre la forme de sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable (SPPICAV).

⁴ Les SIIC sont des sociétés cotées en bourse. Elles reversent au moins 85 % des loyers perçus et 50 % des plus-values réalisées. Les SIIC sont transparentes fiscalement, c'est-à-dire qu'elles ne sont pas soumises à l'impôt sur

d'imposition retenu à la source sera le taux de droit interne lorsqu'un actionnaire détient directement ou indirectement 10% ou plus, de la SIIC ou de la SPPICAV qui distribue. Ce taux est aujourd'hui de 30% en France et a vocation à baisser à 25% en 2022 pour suivre la baisse prévue de l'impôt sur les sociétés (IS).

Dès lors que cette nouvelle convention entrera en vigueur, la fiscalité sera bouleversée car le taux actuel de 5% ne sera plus applicable. En conséquence, les investisseurs qui avaient structurés leurs investissements via des sociétés luxembourgeoises avec des SPPICAV en France, ont des Business Plans impactés de 20 points de marge minimum.

Imposition des intérêts non déductibles

Par ailleurs, la définition de revenu réputé distribué est beaucoup plus large dans le nouveau traité. Aujourd'hui, un intérêt qui est considéré non-déductible sur le plan fiscal ne peut pas être assimilé à un dividende et génère donc une retenue à la source au sens de la convention du 1^{er} avril 1958 telle que modifiée par l'avenant de 2014. A l'inverse, la nouvelle convention prévoit que les intérêts non-déductibles pourront être considérés comme des revenus réputés distribués sur lesquels un taux d'imposition serait appliqué.

Dans la pratique, une société qui ne distribue plus de dividendes mais cherche du levier à travers des prêts intra-groupe avec un ratio prêt/valeur de 80% (Loan-to-value en anglais) pourrait avoir des difficultés car les intérêts non-déductibles seront alors considérés comme un dividende et donc taxés.

Définition de prépondérance immobilière

La notion de prépondérance immobilière est aussi amendée dans le nouveau traité. Par définition, une société est dite à prépondérance immobilière dès lors qu'elle tire directement ou indirectement plus de 50% de sa valeur via des actifs immobiliers situés en France. Dans le nouveau traité, cette prépondérance ne s'apprécie plus sur une période de 365 jours ; il suffit de remplir cette condition sur un de ces 365 jours pour être tenu de payer l'impôt en France.

Changement du calcul de la double-imposition

L'élimination des doubles-impositions est aussi modifiée. En effet, certains investisseurs français investissent à l'étranger au travers de sociétés luxembourgeoises et perçoivent donc des dividendes de ces sociétés. Ces dividendes, qui pouvaient être taxés dans les pays d'origine, n'étaient pas taxés une deuxième fois en France. Or, l'administration aura désormais le droit de retaxer ce qui aura déjà été taxé à l'étranger en offrant un crédit d'impôt égal à l'impôt qui aura été payé à l'étranger. Cela devrait donc se traduire par une imposition supplémentaire en France dès lors que le pays dans lequel l'investissement est réalisé possède une définition de la prépondérance immobilière différente ou bien un taux d'imposition inférieur à la France.

Clause anti-abus

Enfin, la nouvelle convention du 20 Mars 2018 inclut au moins 8 clauses anti-abus durcissant les pratiques d'optimisation fiscale. Cette nouvelle convention franco-luxembourgeoise devient donc

les sociétés et les loyers versés sous forme de dividendes sont imposés directement auprès de l'investisseur sous la fiscalité des revenus de capitaux mobiliers.

l'une des plus dures en matière fiscale qui existe sur le marché alors qu'elle était relativement souple auparavant.

1.3. Date d'entrée en vigueur

La nouvelle convention du 20 mars 2018 devrait probablement être ratifiée en 2019 pour une entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2020.

En France, le projet de loi de ratification a été présenté lors du conseil des ministres du 24 Octobre 2018 et mis à l'ordre du jour des débats au Sénat le 17 Décembre 2018. Néanmoins, ce projet de ratification n'a pas été mis à l'ordre du jour de l'agenda de l'Assemblée Nationale en 2018 et devrait donc être validé en 2019. Rappelons que le projet de ratification doit être validé à la fois par les chambres du Sénat et de l'Assemblée Nationale.

Au Luxembourg, le projet de loi de ratification a été présenté le 16 Novembre 2018 par le gouvernement provisoire du Luxembourg, mais le conseil d'Etat luxembourgeois doit encore émettre son avis, puis le parlement devra valider cette nouvelle convention fiscale. Cela devrait avoir lieu dans le courant de l'année 2019.

1.4. L'impact sur les structurations

En termes de restructuration, il existe un précédent avec un avenant à la convention franco-luxembourgeoise entrée en vigueur en 2008 qui a mis fin au schéma dit « La Costa »⁵. Avant cet avenant, une société luxembourgeoise qui détenait un actif immobilier dans l'hexagone n'était pas imposable en France. Pour limiter l'impact de cet avenant, certains groupes ont réalisé des opérations de restructuration pour décaler l'entrée en vigueur de l'avenant, réaliser des cessions intragroupes ou des step-up⁶ de valeurs pour rehausser les bases fiscales. Or, le comité de la répression des fraudes a systématiquement condamné ces abus de droit.

Il est donc recommandé de recourir à des restructurations uniquement pour des raisons économiques extrêmement fortes qui peuvent se justifier comme une restructuration du fonds avec de nouvelles entrées et sorties d'investisseurs, des opérations de refinancement très larges ou bien des opérations de restructuration significatives qui touchent à la fois les structures concernées par le traité et d'autres qui ne le sont pas.

Il existe différentes pistes pour optimiser son imposition à la suite du nouveau traité fiscal :

- 1) Réaliser des réévaluations libres des actifs immobiliers dès à présent et acter une sortie du régime par la suite.
- 2) Distribuer au maximum des dividendes non utilisés pour opérer un refinancement bancaire avec un tiers (dette externe) et payer un taux d'imposition de 5%.

2. Une nouvelle convention fiscale internationale : le Multilateral Convention to Implement Tax Treaty Related Measures to Prevent Base Erosion and Profit Shifting (MLI)

2.1. Contexte fiscal

⁵ Affaire « La Costa SARL », 23 avril 2002. Cour administrative du Luxembourg.

⁶ Step-up désigne un écart à la hausse entre la juste valeur et la valeur comptable nette d'un actif, d'un passif, par opposition à un step-down ou écart à la baisse.

Actuellement, de nombreux pays, dont la France, sont liés avec un certain nombre de pays par des accords bilatéraux concernant la fiscalité. Or une « super » convention fiscale internationale, le MLI⁷, qui a été signée par 85 états depuis 2018, a vocation à s'appliquer et à dominer le tissu conventionnel existant.

2.2. Les contours du nouveau traité et les nouvelles dispositions

De manière générale, cette convention internationale reprend les dispositions de la nouvelle convention franco-luxembourgeoise de Mars 2018.

Définition de la résidence fiscale

La nouvelle définition de résidence fiscale requiert de payer de l'impôt dans les conditions de droit commun pour être considéré comme résident fiscal. Ainsi, les structures juridiques comme les SPICAV, qui ne payent pas d'impôt, ne pourront pas être considérées comme des résidents fiscaux. Une retenue à la source sera aussi appliquée si un actionnaire détient plus de 10% d'une SIIC ou d'un OPCI.

Définition de prépondérance immobilière

La définition de prépondérance immobilière est également modifiée pour des sociétés qui tirent plus de 50% de leur valeur directement ou indirectement d'actifs immobiliers situés dans un des états contractants. La prépondérance immobilière ne s'apprécie plus sur une période de 365 jours, mais il suffit de remplir cette condition sur un de ces 365 jours pour être tenu de payer l'impôt dans les pays contractants.

De même, les dispositions conventionnelles concernant les dividendes s'apprécient sur une durée de 365 jours et non pas uniquement au jour du paiement du dividende.

Clause anti-abus

Le MLI inclut également de nombreuses règles anti-abus très strictes, dont notamment le Principal Purpose Test (PPT). Ce dernier dénie les avantages de la convention dès lors qu'il sera raisonnable de conclure que, compte tenu de l'ensemble des faits et circonstances propres à la situation, l'octroi de l'avantage conventionnel était l'un des objets principaux d'un montage ou d'une transaction ayant permis directement ou indirectement de l'obtenir. En clair, il devient donc très compliqué de pratiquer du chalandage de convention fiscale, aussi appelé Treaty Shopping.

2.3. Date d'entrée en vigueur

Le MLI entre en vigueur dès lors que l'Etat, qui a ratifié cette convention avec l'accord de son parlement, a déposé l'instrument de ratification à l'OCDE et n'a pas émis de réserves sur certains articles du traité. Ainsi, le MLI s'applique entre deux pays dès lors que ces derniers ont complété ce processus de ratification.

La France a ratifié au mois de juillet 2018 cette super convention, puis a déposé l'instrument de ratification auprès de l'OCDE en octobre 2018. Cette convention s'appliquera donc à compter du 1^{er} janvier 2019.

⁷ Multilateral Convention to Implement Tax Treaty Related Measures to Prevent Base Erosion and Profit Shifting

Dans l'Union Européenne, des pays qui présentent des fiscalités attractives comme la Belgique, l'Irlande ou les Pays-Bas ont signé cette convention mais ne l'ont pas encore ratifiée. Plus précisément, aucun projet de loi de ratification a été déposé en Belgique au contraire de l'Irlande ou des Pays-Bas où le MLI pourrait donc s'appliquer au 1^{er} janvier 2020.

En conclusion, l'optimisation fiscale à travers des SPICAV devient de plus en plus difficile.

2.4. Alternatives

Il faut tout de même noter qu'un taux d'imposition réduit sur les dividendes à 15% au lieu de 30% s'applique dans la future convention aux fonds souverains ou organismes à but non lucratif, fonds de pension ou caisse de retraite ou fonds règlementés proche du type OPCVM.

De manière générale, il est relativement simple de déterminer si l'entité remplit les caractéristiques d'un organisme à but non lucratif pour bénéficier du taux réduit de 15% pour les fonds souverains, les fonds de pension ou les caisses de retraite. Toutefois, la détermination est plus compliquée pour un fonds réglementé situé à l'étranger car il faut démontrer que la structure étrangère se rapproche des caractéristiques de l'OPCI ou l'OPCVM français. Une demande auprès de la Direction de la Législation Fiscale a été déposée par les avocats fiscalistes pour éclaircir ce point mais aucune réponse n'a été obtenue à ce jour.

Néanmoins, il faut noter que la structuration d'un deal avec un fonds règlementé en France détenu par un autre fonds règlementé en Europe pour le compte d'un seul investisseur semblerait plutôt critiquable du point de vue de l'administration fiscale française.

3. Débats : questions et réponses

3.1. Quel est l'impact de cette nouvelle donne fiscale sur l'attractivité de la France ?

Alain De La Bellière – *Directeur Général Adjoint - DTZ Investor*

La modification du traité n'a pas le même impact en fonction des stratégies des investisseurs, notamment court-terme versus long-terme.

Depuis la modification du traité fiscal actuel par l'avenant de 2014 qui limite notamment la déductibilité des intérêts, les acteurs de court-terme, aussi appelés value-add, se sont habitués à payer de l'impôt même si ce n'est pas à un taux plein du fait de l'optimisation fiscale.

Or, l'attractivité de la France est restée présente depuis ce changement. De plus, les investisseurs s'attendaient à une modification du traité franco-luxembourgeois. On peut donc présumer que la nouvelle donne fiscale ne devrait pas impacter négativement l'attractivité de la France.

Pour les investisseurs long-terme, le Luxembourg ne sera vraisemblablement plus le centre de leurs intérêts car d'autres solutions d'optimisation fiscale existent. Par exemple, les investisseurs coréens devraient rapatrier directement leurs revenus vers la Corée. En effet, ils paieront des impôts à un taux d'imposition de 25% en France mais la Corée leur restitue 14%, ce qui leur permet donc d'obtenir un taux marginal d'imposition de 11% plus compétitif qu'un taux potentiellement réduit à 15%.

De manière générale, la nouvelle convention fiscale devrait avoir peu d'impact car les investisseurs internationaux ont peu à peu commencé à intégrer le fait de payer de l'impôt et le marché est suffisamment profond en termes de liquidité et de nombre d'acteurs.

Toutefois, un retour de l'ISF⁸, remplacé aujourd'hui par l'IFI, serait très mal perçu par les investisseurs internationaux car il provoquerait une incompréhension à voir une modification permanente de la fiscalité en France.

Romain Frémont - *Président Colliers International Investment & Asset Management*

Lors de récents roadshows devant des investisseurs internationaux, la France se plaçait systématiquement première ou deuxième des marchés européens en termes d'attractivité car il existe aujourd'hui une vraie incertitude autour du Brexit et l'Allemagne représente par ailleurs un marché certes intéressant mais très éclaté et moins transparent que le marché français. La nouvelle donne fiscale ne devrait pas limiter l'appétence des investisseurs étrangers pour la France.

Toutefois, l'image récente des gilets jaunes et des dégradations dans Paris frappent les esprits des investisseurs internationaux et cela pourrait avoir des conséquences dans leurs décisions d'investissement en France dans le futur.

3.2. Quelle est l'appétence des investisseurs internationaux pour la France ?

Nicolas Verdillon – *Head of Investment Properties - Executive Director CBRE*

Depuis les récentes manifestations des gilets jaunes et les dégradations à Paris, les investisseurs internationaux se posent des questions sur l'attractivité de la France. Cette situation cumulée au BREXIT, aux risques pesant sur la dette italienne et sur l'explosion potentielle de l'euro pousse certains investisseurs à quitter la France ; il ne faudrait pas que cette situation perdure trop longtemps.

Toutefois, l'appétence des investisseurs internationaux pour la France a été excellente en 2018. La France se classe aujourd'hui au premier rang en Europe en termes d'attractivité alors qu'elle se plaçait aux 5ème ou 6ème rang ces dernières années. Plus précisément, les investisseurs domestiques représentaient 69% du marché de l'investissement en immobilier commercial en 2014, le solde étant représenté par le « private equity » et les capitaux internationaux. Entre 2015 et 2017, la part des investisseurs domestiques en volume a chuté autour de 62-63% avant de tomber à 56% en 2018, signe que les acteurs internationaux sont bien présents. Par exemple, les derniers appels d'offres pour la vente de tours à la Défense ont vu des capitaux singapouriens en compétition avec d'autres capitaux chinois ou coréens et quelques capitaux nord-américains ou canadiens.

Par ailleurs, le pourcentage dans le monde de la population active qui a entre 40 et 54 ans et qui épargne le plus pour ses futures retraites a fortement augmenté, passant de 20% à la fin des années 80 à 25% aujourd'hui. Cette épargne doit donc être placée sur des marchés sécurisants, aussi appelés risk adverse en anglais. Les marchés européens et notamment français sont extrêmement stables et offrent donc cette force d'attractivité. De plus, selon plusieurs études, 50% du PIB mondial devrait être généré par l'Asie d'ici 2030. Or, d'importants capitaux devraient sortir de ces pays pour être placés dans le monde et notamment en Europe, en raison de pyramides des âges très différentes de celles en Europe.

Au final, la pression fiscale est souvent oubliée dans un deal et représente le dernier élément qui est soulevé par l'acheteur ou le vendeur. La nouvelle convention fiscale ne devrait donc pas avoir de répercussions majeures sur le marché de l'investissement.

3.3. Quelle est la cartographie des acteurs internationaux ?

⁸ Impôt de solidarité sur la Fortune

Nicolas Verdillon – *Head of Investment Properties - Executive Director CBRE*

En termes de cartographie des acteurs internationaux, les américains avaient quasiment disparu puis sont revenus sur le marché français. Ils représentent aujourd'hui 20% des volumes investis alors qu'ils sont généralement à 14% quand ils sont performants. Ce niveau s'explique par la présence de fonds value-add mais également par un intérêt des fonds vers des actifs plus sécurisés. Ils ont ouvert le spectre de leur exposition au risque et de la rémunération de ce risque. Ainsi, Oxford Properties s'est positionné sur l'immeuble de bureau Window à la Défense à un taux de 4,0% pour 450 millions, soit un rendement assez sec. De même, Blackstone se positionne sur des opérations davantage core+ tandis qu'Invesco s'est positionné sur l'immeuble de bureau Capital 8 à un taux entre 3,65%-3,75%. Les investisseurs allemands reviennent également sur le marché français car leur marché domestique est assez étroit avec un taux prime de bureaux à Munich de 2,9% alors que le taux prime de Paris se situe plutôt dans une fourchette entre 3,0% et 3,25%. L'Asie représente aujourd'hui 5% du marché et devrait continuer à prendre des parts de marché dans le futur. L'investissement anglo-saxon en France est resté stable et le Brexit n'a pas poussé l'equity anglais à investir davantage en France et en Europe continentale. De même, les investisseurs australiens et japonais reviennent en France. Le fonds japonais Watson a récemment acquis via Europa Capital des immeubles sur l'île de la Jatte et rue de la Boétie. Le taux prime parisien est intéressant pour des japonais car il est inférieur au taux prime de Tokyo (3,0% versus 2,5%).

3.4. L'actualité avec les gilets jaunes bloque-t-elle des transactions ?

Nicolas Verdillon – *Head of Investment Properties - Executive Director CBRE*

Il n'y a aujourd'hui pas d'impact sur les transactions en-cours car tout est engagé avec des promesses de vente déjà signées ; il est donc difficile de revenir en arrière. Concernant les transactions à venir, un certain nombre d'acteurs s'interroge sur l'environnement macroéconomique. Il s'agit plutôt d'un effet psychologique car de nombreux investisseurs considèrent que le marché est en haut de cycle et que cela ne peut pas perdurer. De plus, la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine, la baisse du pétrole et la remontée des taux inquiètent les investisseurs. Résultat : une accélération des transactions devrait se matérialiser car les investisseurs veulent déboucler leurs opérations avant la fin de l'été 2019. Toutefois, le coût de l'argent ne devrait pas augmenter fortement avant 2020 car de nombreux pays auraient des difficultés à emprunter et à rembourser leurs dettes. Il existe aujourd'hui plus un problème de phasage entre besoin d'acquisition et de vente.

Alain De La Bellière – *Directeur Général Adjoint - DTZ Investor*

Les investisseurs coréens sont très au courant de l'actualité des gilets jaunes en France, mais cela ne les empêche pas d'avoir réalisé deux offres avec DTZ Investor en Europe récemment. Plus généralement, les coréens ne souhaitent plus investir à Londres et regardent davantage les marchés en Europe Continentale car ils ont une approche basée davantage sur les mathématiques financières. A leurs yeux, l'immobilier est un sous-jacent sur lequel ils pratiquent une couverture des taux entre ceux de la Corée et du pays d'investissement, aussi appelé « hedging ». Aujourd'hui, les coréens améliorent ainsi leur rendement en Europe grâce au « hedging » qu'ils ont entre la Corée et la zone Euro alors que cette couverture est nulle à Londres et négative aux Etats-Unis.

Nicolas Verdillon – *Head of Investment Properties - Executive Director CBRE*

Il est nécessaire de bien illustrer le hedging qui est un élément essentiel. A Séoul, le taux prime bureaux se situe à 3,9%, le taux d'emprunt à 3,5% et l'OAT 10 ans coréen autour de 2.5%. Les faibles écarts entre les taux montrent que la prime de risque est limitée. A l'inverse, le taux prime bureaux à Paris se situe à 3%, le taux d'emprunt à 1,5% et l'OAT 10 ans français autour de 0.7-0.8%. Il existe donc un écart

de 140 points de base en Corée contre 230 en France. L'écart de spread et le hedging permettent aux coréens d'être plus agressifs en termes de prix d'acquisition que d'autres acteurs. Par exemple, ils peuvent se positionner à 4.5% sur des bureaux prime à Rueil Malmaison alors que les fondamentaux ne permettent pas d'atteindre ce niveau. Enfin, la fiscalité représente un élément important mais il ne s'agit pas du seul.

3.5. Les investisseurs français vont-ils revenir à armes égales avec la renégociation de ce traité et le MLI sur leur marché domestique et cela se traduira-t-il en termes d'investissement ?

Christine Daric - *Avocate associée chez Franklin*

La création du régime des SIIC en 2002 avait en partie rétabli l'équilibre notamment entre les grandes foncières françaises et les investisseurs européens et internationaux. Le nouveau traité fiscal franco-luxembourgeois permettra d'avoir une harmonisation fiscale plus complète. Les acteurs français pourront donc rivaliser avec les investisseurs européens.

Romain Frémont - *Président Colliers International Investment & Asset Management*

Pour les investisseurs français, les conditions actuelles de marché représentent davantage un frein à l'investissement et le changement fiscal qui impactera les investisseurs internationaux ne devrait pas changer la situation.

De nombreux investisseurs français ont beaucoup investi dans l'immobilier à l'image des assureurs et sont actuellement au maximum de leurs allocations ou considèrent généralement que les prix sont trop élevés en France et se permettent donc d'attendre. De plus, les acteurs français se tournent davantage vers l'Europe. En effet, les SCPI investissent entre 30 à 40 % de leurs collectes à l'international sur les deux dernières années.

Alain De La Bellière – *Directeur Général Adjoint - DTZ Investor*

DTZ Investor a récemment réalisé une étude pour un fonds value-add américain qui n'arrivait plus à acquérir des biens en France. Il en résulte que plus de 5,5 milliard de transactions sur des actifs value-add ont été réalisés depuis janvier 2016 réparties de la manière suivante :

- 13% sont des promoteurs qui payent de l'impôt ;
- 32% sont des SIIC qui ne payent pas d'impôt et des assureurs qui en payent très peu ;
- 9% sont des OPCI et SCPI qui ne payent pas d'impôt. Il s'agit majoritairement d'acquisitions d'immeuble en VEFA en blanc ;
- 14% sont des marchands de biens ;
- 30% sont des fonds anglo-saxons et assimilés et dans une moindre mesure des fonds allemands ;

En conclusion, les acteurs français étaient déjà présents, restent présents et quand bien même payent de l'impôt.

Nicolas Verdillon – *Head of Investment Properties - Executive Director CBRE*

La fiscalité est un élément qui défavorisait les investisseurs français mais il ne faut pas perdre de vue que les taux se sont compressés car le coût de l'argent a baissé mais surtout la concurrence entre les investisseurs provenant notamment d'Asie (malaysiens, coréens, chinois, etc.) s'est fortement accrue. Auparavant, les investisseurs asiatiques ne pouvaient pas finaliser des acquisitions en dessous de 4.0%, mais ils ont récemment revu leurs rémunérations du risque et sont désormais plus agressifs.

De plus, les investisseurs domestiques ont surperformé les années précédentes alors même que cet instrument fiscal existait. En 2018, ils ne représentent que 56% des investisseurs en volume car ils ont acquis de nombreuses opérations à un taux compris entre 3.0% et 4.0% qu'il devient difficile de diluer au sein d'un portefeuille.

Avec l'arrivée d'une fiscalité plus harmonisée entre les investisseurs domestiques et internationaux, les capitaux français devraient bénéficier d'un avantage compétitif sur des acquisitions d'actifs value-add en France car ils ont des équipes locales structurées qui connaissent bien le marché. A l'inverse, les investisseurs américains ont généralement un bureau européen qui gère la création de valeur tandis que les investisseurs asiatiques ou moyen-orientaux ont recours à des sociétés d'asset management qui pilotent la création de valeur.

3.6. Avec le nouveau traité, faut-il changer la domiciliation de fonds luxembourgeois qui détiennent de l'immobilier dans l'hexagone vers la France ou bien ne rien modifier ?

Romain Frémont - *Président Colliers International Investment & Asset Management*

La première solution consisterait à liquider la SPPICAV, mais aucune cession massive n'a été constatée depuis l'annonce de la nouvelle convention fiscale franco-luxembourgeoise. Cela tend à démontrer que les investissements ne sont pas faits uniquement sur la base de la fiscalité.

La deuxième solution consisterait à la création d'un OPC ou fonds régulé au Luxembourg qui détient une SPPICAV en France. Cette dernière est détentrice des actifs immobiliers en France. Cette solution semble être la plus probable et commence à se voir dans la structuration d'acquisition.

Une troisième solution pourrait consister à augmenter les taux d'intérêts de la dette en interne en cas de restructuration afin de diminuer le bénéfice imposable et chercher à améliorer le rendement. Toutefois, l'optimisation fiscale à travers la déductibilité des intérêts est de plus en plus compliquée.

Christine Daric - *Avocate associée chez Franklin*

La loi de finances de 2019 transpose en droit interne la directive européenne du 12 juillet 2016 relative à la lutte contre les pratiques d'évasion fiscale appelée ATAD (Anti-Tax Avoidance Directive). Ces nouvelles règles limitent la déductibilité des intérêts bancaires ou intragroupes à 30% du montant de l'EBITDA (Earnings before Interest Taxes Depreciation & Amortization), proche de la notion d'excédent brut d'exploitation (EBE) en français. La déductibilité est aussi limitée pour des frais financiers supérieurs à 3 millions d'euros. Pour les sociétés en situation de sous-capitalisation⁹, le seuil de non déductibilité est abaissé à 10% de l'EBITDA et à 1 millions d'euros. Si les intérêts sont supérieurs à 3 millions d'euros, une restructuration de l'investissement dans plusieurs structures est à envisager.

Alain De La Bellière – *Directeur Général Adjoint - DTZ Investor*

Pour les OPCI créés récemment au Luxembourg et détenant peu d'actifs, une restructuration est envisageable mais il faut démontrer une vraie motivation commerciale ou de gestion. On peut par exemple faire entrer un nouvel investisseur qui souhaite uniquement investir à travers le Luxembourg, mais cette option reste risquée.

Comme mentionné précédemment, les investisseurs coréens rapatrieront leurs bénéfices directement en Corée où ils bénéficieront d'un crédit d'impôt.

⁹ Situation de sous-capitalisation d'une société lorsque le montant des dettes intragroupes dépasse de 1,5 le montant des capitaux propres.

De plus, des pays du Moyen-Orient avaient négocié des avantages fiscaux sous la mandature de Nicolas Sarkozy et pourraient décider de les appliquer au lieu de passer par le Luxembourg. Pour ces investisseurs, il devrait s'agir davantage d'un choix d'image que d'un choix fiscal.

A noter que la convention entre la France et les Emirats arabes unis n'est pas couverte par le MLI.

3.7. Quels sont les véhicules qui ont la préférence des investisseurs avec ce nouveau traité ?

Christine Daric - *Avocate associée chez Franklin*

Le choix de la structure juridique en fonction du taux d'imposition dépend de la durée de l'investissement et du type d'investisseur. D'un côté, les investisseurs à court-terme ont déjà commencé à modéliser un taux d'imposition normalisé dans leurs Business Plans. De l'autre côté, les investisseurs étrangers de long-terme peuvent continuer à investir à travers le système d'OPC luxembourgeois - SPPICAV française ou bien d'investir directement en France à travers un OPCI pour essayer de bénéficier d'un taux réduit à 15%.

A noter qu'aujourd'hui quelle que soit la structure juridique pour des investisseurs étrangers, on arrive à un taux d'imposition de l'ordre de 11% à 12%.

Romain Frémont - *Président Colliers International Investment & Asset Management*

Une autre solution d'optimisation fiscale pourrait résider dans la Société de Libre Partenariat (SLP)¹⁰, qui se rapproche du régime anglo-saxon du Limited Liability Partnership (LLP). Cette nouvelle structure a été créée dans le but d'attirer des investisseurs étrangers puisqu'elle permet une certaine sécurité fiscale. En effet, les revenus sont uniquement imposés dans le pays de résidence de l'investisseur. En termes de structure, on retrouve des commandités qui sont des sociétés de gestion agréées par l'AMF et des commanditaires qui sont des investisseurs.

Christine Daric - *Avocate associée chez Franklin*

Cette structure novatrice reste assez exotique et peu d'investisseurs ont encore pris le risque de se structurer de cette manière. Il faut également noter que la SLP n'est pas complètement cadrée sur le régime fiscal.

3.8. Quels sont les stratégies qui se dessinent pour les années à venir ?

Nicolas Verdillon – *Head of Investment Properties - Executive Director CBRE*

Sur le marché du value-add, de nombreux investisseurs sont présents en raison de la bonne résilience de l'économie française et plus généralement de l'économie européenne. De plus, certains investisseurs ne peuvent plus acheter des actifs « core » à 3,0% ou 3,5% et se tournent donc vers des actifs value-add plus risqués. En pratique, un investisseur qui acquiert un bien avec un rendement potentiel de 5% devrait tout de même pouvoir en tirer un rendement réel de 4% s'il ne réalise pas le business plan prévu. Ce taux reste plus compétitif qu'un taux de 3,25%-3,50% et les fondamentaux immobiliers et le sous-jacent économique restent bons. C'est pourquoi, cette classe d'actif connaît une augmentation, en cours et potentielle, des prix qui est la plus importante.

Les marchés core et core+, considérés comme peu risqués, se portent bien mais les taux ont tendance à se stabiliser, voire à se détendre. Les investisseurs ont investi significativement sur cette classe

¹⁰ La SLP est une forme juridique de société créée par la loi « Macron » du 6 août 2015

d'actifs et ont des difficultés à diluer leurs investissements dans des portefeuilles. Néanmoins, le marché reste « risk adverse » et les investisseurs continuent de se positionner sur des actifs sécurisés bien définis avec une bonne identification de la pression locative.

Toutefois, les investissements en actifs value-add, core ou core+ fonctionnent bien sur des marchés extrêmement bien établis.

Alain De La Bellière – *Directeur Général Adjoint - DTZ Investor*

Les investisseurs value-add anglo-saxons recherchent un taux de rendement interne (TRI) autour de 15%, mais ce retour sur investissement n'est plus atteignable au centre de Paris ou en première couronne car de nouveaux acteurs acceptent des TRI entre 8 et 12%. C'est pourquoi, les fonds value-add anglo-saxons vont soit, devoir se tourner vers d'autres marchés plus rémunérateurs hors de France, ou bien remonter d'un niveau la chaîne de valeur en participant à de la co-promotion ou bien à travers du financement mezzanine¹¹ ou du « preferred equity »¹² pour continuer à atteindre un TRI de 15%.

Nicolas Verdillon – *Head of Investment Properties - Executive Director CBRE*

Par ailleurs, les investisseurs se tournent aujourd'hui vers des actifs du Grand Paris ou bien des produits dits alternatifs comme la santé même s'il s'agit d'un marché relativement limité. Dans les faits, les projets d'infrastructure du Grand Paris permettent aux investisseurs de continuer à acheter dans un cycle de marché haut.

Toutefois, les investisseurs doivent surtout rénover leurs patrimoines existants. Sans évoquer les taux de vacance très bas, on constate aujourd'hui une réurbanisation avec notamment les « Millennials¹³ » ainsi que des besoins de connectivité ou de bien-être de la part des utilisateurs de bureaux qui appellent à des investissements.

Romain Frémont - *Président Colliers International Investment & Asset Management*

La liquidité du marché en immobilier commercial se concentre essentiellement sur Paris, Lyon et certaines métropoles régionales. Les investisseurs s'intéressent de plus en plus au Grand Paris et notamment aux actifs dans le résidentiel et la logistique.

Les investisseurs ont tendance à essayer de créer un certain flou entre les investissements opportunistes, value-add ou core+. Comme des TRI de 15% sont très difficiles à trouver même avec des projets de développements en blanc, ils ont tendance à lever des fonds core+ puis cherchent à améliorer le rendement avec du levier interne.

Enfin, la création de plateforme d'investissement où l'on valorise murs et fonds de commerce gagne en popularité dans l'immobilier de santé, la résidence étudiante ou la logistique. Des investisseurs chinois ont par exemple récemment racheté Logicor. Les murs offrant une rentabilité limitée, les investisseurs cherchent à améliorer leurs rémunérations en investissant également dans les fonds de commerces qui sont plus rémunérateurs.

¹¹ La dette mezzanine est un terme financier qui désigne la dette la plus risquée, dont le remboursement est subordonné à celui de la dette dite senior.

¹² Après les créanciers, les actionnaires privilégiés sont les premiers à être payés concernant les dividendes ou en cas de liquidation. Ils sont prioritaires par rapport aux actionnaires ordinaires.

¹³ Génération Y

Au final, le plafond des 30 milliards d'euros d'investissement n'a pas été dépassé en raison d'une rareté de produit sur le marché.

On peut aussi penser à la création de plateforme d'investissement dans le bureau. En effet, le coworking crée des fonds de commerce. Toutefois, la stratégie des foncières qui louent à Wework alors qu'il s'agit de leurs concurrents semble problématique. Certaines sont en train d'y remédier en rachetant par exemple des sociétés de transaction ou de commercialisation locative.

Christine Daric - *Avocate associée chez Franklin*

A noter que dans le cadre d'une détention en murs et fonds, on perd la prépondérance des murs et les plus-values sont imposées à un taux attractif de 12%. Le taux global devrait donc baisser de 4,56% à 3,80%.

3.9. Fin du paradis fiscal : quelles conséquences sur les valeurs et les TRI ?

Alain De La Bellière – *Directeur Général Adjoint - DTZ Investor*

Les TRI ne devraient pas bouger sur les projets car il y a suffisamment de capitaux et d'acteurs, peu de produits et un marché qui se tient bien au niveau locatif et en termes de taux de vacance. Toutefois, certains investisseurs, notamment les fonds value-add anglo-saxons, devront changer de stratégies pour continuer à atteindre des TRI de 15% comme mentionné précédemment.

Nicolas Verdillon – *Head of Investment Properties - Executive Director CBRE*

Au début de l'année, le marché était plutôt calme puis les 15 premiers jours de mai, de nombreux pitches¹⁴ auprès d'investisseurs vendeurs ont eu lieu en raison du nouveau traité fiscal. Néanmoins, si le marché est inondé de produits estampillés convention fiscale, les acquéreurs potentiels vont s'en rendre compte et vont chercher à tirer tout ou partie des bénéfices liés à la fiscalité. Heureusement, certains investisseurs ont décidé de ne pas vendre et les quelques investisseurs qui ont vendu l'ont fait sans problème. Au final, le marché est aujourd'hui dans une position de « soft landing »¹⁵ mais les investisseurs ne parlent plus de la convention fiscale franco-luxembourgeoise. Toutefois, il faut bien comprendre qu'un TRI de 25% perd 200 points de base et un TRI de 15% perd 100 points de base avec les nouvelles dispositions fiscales.

Romain Frémont - *Président Colliers International Investment & Asset Management*

On ne peut pas rattraper 15 points de fiscalité dans les TRI, mais la France garde son attractivité car elle détient un avantage concurrentiel par la taille et la transparence de son marché ainsi que par la qualité de ses actifs et de ses intervenants.

Avec le nivellement des taux au niveau européen, des classes d'actifs comme le résidentiel qui étaient moins recherchées ces dernières années vont probablement prendre de l'importance dans les années à venir.

Enfin, l'impact sur les TRI est réel et ne sera pas absorbable mais cela ne sera pas un frein au développement ou au maintien du marché dans les mois à venir.

¹⁴ Courte présentation commerciale faite à un prospect

¹⁵ Atterrissage en douceur

Christine Daric - *Avocate associée chez Franklin*

En conclusion, la récréation fiscale est finie mais les investisseurs vont continuer à chercher à optimiser leurs impôts.

Nicolas Verdillon – *Head of Investment Properties - Executive Director CBRE*

Néanmoins, le plus grand problème reste la volatilité des règles fiscales en France pour les investisseurs.

Compte-rendu écrit par Mourad KAROUAH et Antoine LOUIS-TRAMONI du DESUP Immobilier d'entreprise de l'Université Paris I – Panthéon Sorbonne