

Foncières : les avantages du nouveau statut fiscal

L'exonération fiscale devrait améliorer la flexibilité financière des sociétés foncières françaises à l'instar de leurs homologues européennes et américaines.

■ Le nouveau statut d'exonération fiscale des sociétés foncières sur les plus values de cession générera de nouvelles liquidités et devrait contribuer à une plus grande flexibilité financière. Néanmoins, leur performance dépendra principalement du cash flow en provenance de la détention d'actifs immobiliers à long terme plutôt que d'arbitrages massifs, afin de générer des dividendes réguliers.

L'impôt de sortie est en général plus lourd pour les foncières détenant des patrimoines relativement anciens avec des plus-values latentes importantes. La possibilité d'extérioriser une partie de ces plus-values dans un marché liquide apparaît comme une solution toute trouvée, voire immédiate, pour compenser cette sortie de cash.

Gecina est dans ce cas de figure : la société a réalisé près de 1.4 milliard de cessions d'actifs au cours du troisième trimestre 2003. Ces cessions d'actifs peu-

vent être combinées à une politique d'investissement prudente sur la période.

La flexibilité financière est également confortée lorsque la foncière est positionnée sur des segments du marché immobilier présentant une récurrence et un potentiel de croissance des

« La possibilité d'extérioriser une partie des plus-values dans un marché liquide apparaît comme une solution toute trouvée, pour compenser la sortie de cash. »

loyers et donc des cash-flows. Au-delà des cessions d'actifs, les émissions en fonds propres sont pressenties comme des alternatives de financement plus attractives pour les sociétés foncières fran-

çaises selon le nouveau statut. Enfin, bien que le nouveau statut puisse résulter dans la distribution de dividendes plus importants dans le futur, ces augmentations devraient être raisonnables au regard du taux de distribution déjà élevé des cinq sociétés foncières notées (environ 77 % en moyenne sur les cinq dernières années).

Florence Garcin
Analyste
Standard & Poor's



Les comparaisons européennes révélatrices

Le nouveau statut est comparable à celui des sociétés foncières américaines, hollandaises, belges et suédoises (changement de statut fiscal du 1^{er} juillet 2003). En particulier, les sociétés d'investissement immobilier à capital fixe (SICAFI) belges ont un cours de bourse qui n'est pas très éloigné de leur actif net réévalué, contrairement à la forte décote observée chez la plupart des autres foncières européennes taxées.

Standard & Poor's note deux SICAFI : Befimmo SCA et Cofinimmo SA/NV. Les SICAFI doivent publier des comptes trimestriels, incluant une valorisation complète des actifs, ainsi que des prévisions sur trois ans. Cette plus grande transparence attire les investisseurs et procure une meilleure visibilité sur les cash-flows futurs.

Des différences importantes subsistent cependant : la loi limite l'effet de levier des SICAFI à 50 % ainsi que les opérations de promotion immobilière, alors que le nouveau statut en France ne prévoit pas de telles restrictions. Jusqu'à présent, les sociétés foncières françaises

Le nouveau statut fiscal des foncières

Les foncières françaises notées par Standard & Poor's Gecina, Klépierre, Société Foncière Lyonnaise SA, Sophia et Unibail ont tout de suite décidé d'opter pour le nouveau statut fiscal : dès 2003, elles bénéficient de la transparence fiscale, notamment sur les plus-values de cession, en contrepartie d'une obligation de distribution irrévocable et de l'acquittement d'un impôt de sortie dans une phase intermédiaire. En contrepartie de la suppression de l'impôt sur les sociétés au taux de 35 %, le nouveau statut entraîne la distribution annuelle de 85 % du résultat opérationnel ainsi que l'imposition, étalée sur quatre ans, au taux de 16,5 % des plus-values latentes constatées au 31 décembre 2002. Les plus-values réalisées et supérieures à cette évaluation sont soumises à une obligation de distribution de 50 %. L'adoption est irrévocable et rétroactive au 1^{er} janvier 2003.

Comparaison des statuts d'exonération des foncières en Europe vs États-Unis

	Statut SIIC France	Statut SICAFI Belgique	Statut FBI (1) Pays-Bas	Statut des foncières Suède	REIT (2) États-Unis
Exonération des plus-values de cession	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Exonération de l'impôt sur les revenus	Oui	Oui	Oui	Non	Oui
Distribution obligatoire	85 % résultat opérationnel 50 % plus-values de cession > 31.12.2002	80 % du résultat net	75 %-85 % du résultat net opérationnel	Non	90 % du résultat
Impôt de sortie	16.5 % plus-values latentes au 31.12.2002	Non	Non	Non	Non
Limitation de l'effet de levier	Non	50 %	60 %	Non	Non
Limitation des activités de développement	Non	Oui	Oui	Non	Oui

(1) Fiscale beleggings instelling.

(2) Real estate investment trust.

ont opté pour des stratégies financières et opérationnelles modérées illustrées en général par le respect d'un effet de levier maximum de 50 % (ratio dette nette sur valeur de marché du patrimoine) et d'une exposition maximale aux opérations de promotion immobilière de l'ordre de 10 % des actifs. Les notes Standard & Poor's en catégorie d'investissement continueront à refléter ces politiques prudentes. Le nouveau statut suédois, qui prévoit seulement l'exonération des plus-values de cession des foncières, n'impose pas en contrepartie de distribution obligatoire. Ceci devrait améliorer la flexibilité financière des foncières suédoises à moins qu'une hausse des dividendes ne soit demandée par les actionnaires du fait même de l'exonération des plus-values.

Moindre prise de risques et meilleur accès au marché

Selon l'ancien statut, l'absence d'exonération fiscale et d'obligation de distribution pouvait limiter le retour sur fonds propres attendu par les actionnaires, par exemple en freinant l'extériorisation des plus-values. Cette situation pouvait amener les foncières à améliorer leur retour sur fonds propres à travers un accroissement de l'effet de levier opérationnel (promotion immobilière) ou/et financier. L'investissement dans des programmes de promotion immobilière en période de cycle haussier peut être perçu comme un moyen d'augmenter le retour sur investissement (acquisition/construction en bas

de cycle et location en haut de cycle); c'est également s'exposer, en cas de retournement du marché, au risque de ne pouvoir trouver de locataire au loyer prévu et au moment convenu. Ces stratégies vont souvent de paire avec un accroissement de l'effet de levier et/ou des programmes de rachats d'actions. Or l'industrie des foncières est un secteur particulièrement cyclique, ce qui signifie que, en cas de réduction des loyers et donc des cash-flows en période de cycle baissier (en particulier dans le secteur des bureaux), les foncières qui privilégient un effet de levier élevé (donc des charges financières élevées), sont exposées au risque de détériorer la couverture de leur dette et de leurs frais financiers par leurs cash-flows.

Désormais, le nouveau statut fiscal devrait permettre à ces sociétés d'adopter une approche plus conservatrice (détention d'actifs à long terme et limitation de l'exposition aux programmes

« Le nouveau statut fiscal devrait permettre aux sociétés foncières d'adopter une approche plus conservatrice tout en accroissant leurs performances boursières. »

spéculatifs) tout en accroissant leurs performances boursières. En effet, le secteur des foncières en France souffrait d'un accès restreint au marché des capitaux en raison de la décote significative des valeurs boursières par rapport à l'actif net réévalué. Une fois exonérées, les foncières devraient bénéficier d'une moindre décote et d'une plus grande aisance pour lever de nouveaux fonds propres. ●

Notation des foncières mentionnées

Foncières européennes	Pays	Notes S & P au 06.11.2003
Rodamco Europe NV	Pays-Bas	A/Stable/A-1
Humlegarden Fastigheter HB	Suède	A/Stable/--
Unibail	France	A-/Stable/A-2
Gecina	France	BBB +/Stable/A-2
AP Fastigheter AB	Suède	BBB +/Watch Neg/A-2
Klépierre SA	France	BBB +/Stable/A-2
Sophia	France	BBB +/Watch Neg/A-2
Vasakronan AB	Suède	BBB/Stable/A-2
Befimmo SCA	Belgique	BBB/Stable/A-2
Cofinimmo SA/NV	Belgique	BBB/Stable/A-2
Société Foncière Lyonnaise SA	France	BBB/Negative/A-3