

Les raisons d'une surcote ou d'une décote sur la valeur intrinsèque De l'évaluation immobilière au cours boursier

Celui qui souhaite acheter des parts d'un fonds immobilier suisse ou des actions de sociétés immobilières cotées sur le marché secondaire doit souvent payer un prix nettement supérieur à la valeur de l'actif immobilier sous-tendu, et ce pour différentes raisons.

EN BREF

Trois éléments expliquent principalement les agios de fonds d'immobilier ou d'actions.

Il convient de se rappeler que le risque lié aux changements de taux augmente en proportion du montant des surcotes.

¹ Voir l'explication des termes techniques dans le glossaire, page 90.

Les chiffres-clés pour fonds immobiliers présentés par l'Asset Management du Credit Suisse à fin août 2017 faisaient état d'une surcote moyenne, ou agio, de près de 30% pour les fonds immobiliers suisses et de 21% pour les sociétés immobilières cotées. Cette surcote est la différence entre le cours boursier et la dénommée valeur nette d'inventaire VNI (net asset value, NAV) d'une part d'un véhicule de placement.¹

Les placements immobiliers indirects n'ont pas toujours été surcotés en Suisse. Il fut même un temps, au début des années 1990, où les fonds immobiliers se négociaient avec une décote, ou désagio. Comment s'expliquer la différence entre

l'évaluation d'actifs immobiliers et leur valeur sur les marchés financiers et quelles conclusions en tirer pour l'investisseur cherchant un engagement immobilier indirect?

Trois éléments principaux

Il existe toutes sortes de schémas et de normes permettant de déterminer la VNI. De manière très simplifiée, on peut dire que la plupart de ces approches se fondent sur le principe suivant: VNI = valeur de marché du portefeuille immobilier – impôts latents – moins dettes financières nettes. Comme les trois éléments servant à déterminer la VNI comportent tous des impondérables et des hypothèses, on commence à comprendre d'où viennent les sur- et les décotes.

Évaluation du marché en différée

De nos jours, pratiquement tous – fondations, fonds ou sociétés de placement – font régulièrement déterminer la valeur de marché de leurs portefeuilles immobiliers par des spécialistes indépendants externes, notamment par souci de conformité réglementaire.

En Suisse, la valeur de marché des actifs immobiliers est généralement évaluée en fonction de modèles axés sur le rendement. A l'aide de dénommés modèles de

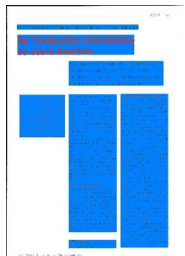
discounted cashflows (DCF), on actualise les revenus et les coûts futurs anticipés (gestion locative, maintien en état, remise en état) d'un immeuble au jour de l'évaluation. Les intrants, par exemple les loyers du marché, la durée des vacances et les taux d'actualisation, sont constamment calibrés en fonction de transactions actuelles sur le marché de la location et des placements immobiliers.

Parce que les marchés immobiliers suisses sont relativement illiquides et manquent de transparence, on n'arrive jamais à des valeurs parfaites. Mais il ne devrait malgré tout pas se produire de distorsions systématiques dans les évaluations.

Les évaluations se faisant tous les six ou douze mois pour un jour de référence donné, elles peuvent aussi être en décalage entre deux par rapport aux réalités du marché. Ces dernières années où les prix de l'immobilier se sont envolés dans certaines phases, les évaluations rétrospectives sont sans doute souvent restées en dessous des valeurs de marché hypothétiques des périodes intermédiaires.

Impôts latents

La deuxième composante qui entre dans la détermination de la VNI est celle des impôts latents. Il s'agit en l'occurrence de la charge fiscale escomptée en cas de réalisation d'un gain sur une vente future d'actifs immobiliers du portefeuille.



Le fédéralisme qui caractérise la Suisse s'étend aussi à la fiscalité qui varie de canton en canton. En principe, il existe deux régimes fiscaux fondamentaux: le système dual et le système moniste.

Dans les cantons à système dual (par exemple à St-Gall et Zoug), le bénéficiaire d'aliénation des investisseurs non privés est frappé de la taxe normale appliquée aux biens de la fortune commerciale. Sous le régime moniste (par exemple à Zurich et Berne), les gains immobiliers

«Plus les taux d'emprunt sont bas et plus l'attractivité relative des placements immobiliers indirects augmente et les surcotes montent – et vice versa.»

sont frappés continuellement d'un impôt réel, un peu comme les gains en capital. Ce dénommé impôt sur les gains immobiliers est dégressif en fonction de la durée de détention. En d'autres termes, dans les cantons à système moniste, plus on détient un immeuble longtemps et plus le taux d'imposition des gains immobiliers baisse.

Pour fixer la charge fiscale latente intégrée dans le calcul de la VNI, il faudra donc émettre une hypothèse concernant la durée de détention jusqu'à

la vente, ce qui dépendra du véhicule de placement spécifique. Plus la durée de détention supposée est longue et plus la VNI sera élevée. Les fonds immobiliers suisses doivent normalement prendre pour repère la liquidation immédiate du portefeuille immobilier et de ce fait, le taux d'imposition est élevé et la VNI annoncée est trop basse. Par contraste, les sociétés immobilières peuvent sous-tendre une durée de détention de 20 ans par exemple pour calculer les impôts latents.

Dette financière nette

Un troisième élément intervient dans la détermination de la VNI: le montant net de la dette financière (hypothèques, crédits d'entreprise, etc.). Ce n'est pas aussi trivial qu'on peut le penser à première vue. Quelle valeur prendre? La valeur nominale ou la valeur «market-to-market» des engagements? Comment évaluer des conditions contractuelles telles que les options ou une dénonciation anticipée?

Autres raisons possibles d'une sur- ou d'une décote

La détermination de la VNI n'est toutefois pas la seule raison possible d'une sur- ou d'une décote des placements immobiliers cotés. Au niveau du véhicule par exemple, d'éventuels avantages fiscaux, des effets de diversification positifs imputables au portefeuille, la confiance qu'inspire le management ou le statut de «market maker» sur le marché secondaire peuvent jouer un rôle.

On peut aussi chercher l'explication dans le marché financier. Beaucoup de groupes d'investisseurs importants, surtout dans les milieux de la prévoyance,

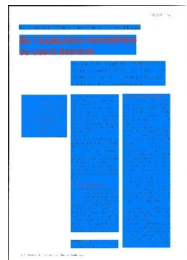
ont des objectifs de rendement minaux à atteindre sur l'ensemble de leur portefeuille.

Connaissant les taux d'intérêt actuels sur le marché de l'emprunt, on comprend que c'est un défi de taille. C'est d'ailleurs en partie pour cette raison que les investisseurs ont recomposé leurs portefeuilles depuis quelques années en faveur de placements immobiliers plus rentables. Seulement, l'offre de bons objets immobiliers est limitée sur le marché direct, on est donc bien obligé de s'orienter vers les placements indirects du marché financier. Et les investisseurs sont prêts à acheter des placements immobiliers indirects avec des rendements en partie nettement plus bas pour des portefeuilles comparables. Autrement dit, ils acceptent de payer une surcote par rapport à l'évaluation du marché. L'interdépendance entre les marchés obligataires et la demande de placements immobiliers indirects est documentée par la corrélation très nettement négative d'environ -0.85 entre les agios des fonds immobiliers et les taux d'intérêt à longue échéance depuis 1990. En résumé: plus les taux d'emprunt sont bas, plus l'attractivité relative des placements immobiliers (indirects) augmente et plus les surcotes sont élevées – et vice versa.

Il faut de l'expertise

La détermination de la VNI «correcte» des placements immobiliers indirects est finalement une entreprise assez compliquée. C'est pourquoi nous recommandons de ne pas hésiter à investir dans une due diligence approfondie pour certains investissements immobiliers indirects de grande envergure.

Lors de nouveaux investissements im-



portants par le biais de plusieurs véhicules, il faudra en outre se demander s'il ne serait pas préférable de confier la sélection des fonds et des gérants à un spécialiste de la gestion de fonds de fonds. Enfin, il convient de se rappeler que le risque lié aux changements de taux augmente en proportion du montant des surcotes. ■

Jan Eckert