

DOIT-ON DÉTERMINER LA VALEUR ?

CHRISTOPHER JONAS*

Historiquement, les institutions britanniques ont toujours investi activement dans l'immobilier. Leur intérêt pour l'immobilier a commencé avec les forts niveaux d'inflation dont l'économie a souffert à la fin des années 1960. Pendant cette période ainsi que pendant une autre période de forte inflation à la fin des années 1970, l'immobilier offrait une protection nécessaire contre le risque de baisse de rentabilité que l'inflation, à ce degré, fait courir à un fonds.

A la fin de l'année 1992, l'investissement institutionnel dans l'immobilier était globalement estimé à £ 57,1 milliard. Cela représentait 6,6 % des actifs immobilisés. Le taux équivalent aux Etats-Unis est de 3 %, et pour les fonds européens, les chiffres sont nettement plus bas. Les données publiées indiquent que l'investissement immobilier net des institutions britanniques pour l'année 1992 a été de £ 1,3 milliard. Cela indique un marché avec un volume élevé et donc un marché qui peut offrir à l'investisseur une quantité d'éléments sur lesquels fonder ses décisions. Malgré la défense contre l'inflation que représente l'immobilier, il connaît de fortes tendances cycliques. Par rapport au PIB, l'immobilier britannique est en ce moment très bas.

Grâce à ce fort pourcentage d'actifs immobiliers, les institutions ont souvent pu trouver une base formelle et fiable pour évaluer leur portefeuille immobilier. On assiste ces dernières années à de grands progrès dans la science de la gestion des actions et des titres. On a beaucoup travaillé à améliorer l'efficacité de la gestion de portefeuille. On a réussi, par des progrès dans la compréhension des différents éléments de la rentabilité des investissements, et sur la contribution de chacun au résultat global, à réduire le niveau de risque encouru par des fonds complexes à un certain niveau de retour. Mais malgré le perfectionnement de l'analyse, il y a eu peu de travaux satisfaisants sur la rentabilité de l'immobilier jusqu'à très récemment. Nous avons aujourd'hui au moins quelques analystes qui travaillent dans ce domaine ; nous sommes nombreux à attendre beaucoup de ces recherches dans les années à venir. Le progrès de l'évaluation formelle et actuarielle des résultats dépendra, pour sa précision dans la pratique de l'utilité pour les opérateurs de marché des valeurs adoptées dans les calculs.

451

* Senior Partner, Drivers Jonas, Grande-Bretagne.

Les normes comptables britanniques pour le traitement de l'immobilier et des autres actifs immobilisés sont en ce moment à l'examen. L'Accounting Standards Board a publié des documents de travail sur les trois principales méthodes de traitement de l'évaluation des actifs dans les bilans. Les spécialistes sont bien conscients des imperfections que comporte chaque méthode, mais la majorité semble pour l'instant favoriser le concept de valeur de marché libre. Cela correspond bien au *Companies Act* qui demande aux institutions publiques de faire apparaître leurs actifs immobilisés et immobiliers à la valeur du marché. Il y a cependant encore une controverse sur la façon exacte dont cela doit être fait, étant donnée les pressions à court terme et les influences dont souffre le marché immobilier. La réglementation du Department of Trade exige des institutions d'investissement britanniques qu'elles fournissent une évaluation officielle chaque année, avec une révision par un cabinet indépendant tous les trois ans. Entretemps, les résultats peuvent apparaître à des niveaux d'évaluation internes, pourvu que les calculs soient confiés à des équipes qualifiées.

Notre discussion a lieu sur un arrière-plan sophistiqué qui est celui de l'immobilier au Royaume Uni aujourd'hui. Il concerne une quantité importante de participants et un volume d'affaires suffisant pour donner confiance dans le rendement de ce marché. Les pressions croissantes pour en mesurer les résultats ont augmenté la conscience de la nécessité non seulement de mieux comprendre la question de l'évaluation de l'immobilier, mais aussi d'avoir des critères de comparaison des résultats de tel investissement particulier par rapport au reste du marché dans son ensemble.

Ces comparaisons de rentabilité sont en particulier développées par une société indépendante qui réunit et publie des données sur les marchés qui font autorité. Investment Property Databank (IPD) appartient à dix des plus grosses entreprises d'expertise qui la financent et à sa propre direction. Elle publie une série d'index des performances des valeurs foncières et financières chaque mois. Elle publie également des sous-index par secteurs et par régions géographiques principaux. Les actionnaires n'ont pourtant pas accès à ces données en tant que telles. Elles sont financées par les fonds, à la condition qu'elles restent confidentielles et ne puissent être consultées que par les autres sous une forme globale. Durant les dix dernières années, IPD a acquis une réputation d'indépendance et d'intégrité à la fois pour la confidentialité de ses renseignements et pour la construction mathématique de ses produits.

Il y a pourtant un obstacle potentiel fondamental dans la construction des index de IPD. Ils sont tous basés sur des évaluations préparées par les fonds concernés, car il n'existe pas de registre disponible, public, des

transactions immobilières commerciales au Royaume-Uni. Il est donc toujours possible que l'index soit biaisé par une erreur dépendante de l'évaluation sur lequel il est basé. Pour vérifier la justesse de ses informations et pour ne pas trahir la confiance du public, IPD mène chaque année à bien un projet de recherche en collaboration avec mon entreprise, Drivers Jonas. Il étudie la relation entre le prix réalisé à la vente de chaque élément de portefeuille de souscription, par rapport à la dernière estimation indépendante fournie par IPD. Cette étude se poursuit depuis trois ans. Pour résumer, les résultats montrent que les évaluations, en compensant les différences de temps, varient de + à - 20 % du prix de vente réel dans 60 % des cas.

Ainsi, dans un marché où le droit à l'information sur les prix de vente n'existe pas, je suis sûr que de bons index basés sur des estimations vérifiées offrent un recours acceptable, à partir duquel on pourra développer de nouvelles théories sur la gestion de portefeuille.

J'ai mentionné plus haut que les réglementations supposent normalement que les évaluations soient faites soit par des entreprises indépendantes, soit par une équipe suffisamment qualifiée, en interne. Dans les deux cas, il convient que les experts concernés appartiennent au principal corps professionnel spécialisé dans l'immobilier, la Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS). Celle-ci compte 70.000 membres. Elle se fait appeler la *Property Profession*, pour indiquer que ses membres sont qualifiés pour conseiller sur toutes les questions qui ont trait à la propriété ou à l'occupation de biens immobiliers. Ses membres doivent passer pour y entrer un examen dans l'une des sept disciplines principales de la profession. Après sa qualification, chaque membre doit certifier qu'il a fait au moins vingt heures de formation complémentaire par an, connue sous le nom de *Continuing Professional Development*.

453

La RICS est le principal organe de développement, tout d'abord de guides pour la pratique de l'estimation et de normes obligatoires. Tous les membres qui réalisent une évaluation destinée à être publiée ou utilisée dans les documents financiers d'une entreprise doivent certifier qu'ils ont travaillé selon les normes établies par l'Assets Valuation Standards Committee de l'Institution. Ces normes ont été mises au point au cours des années en étroite collaboration avec la profession comptable, la Banque d'Angleterre et la Bourse de Londres. Si un membre sort une évaluation qui ne correspond pas à ces critères, il doit le faire connaître et s'en expliquer.

Les leaders de la profession comprennent parfaitement que l'évaluation restera toujours un art et ne peut devenir une science exacte. Par définition, les acheteurs pensent qu'ils entrent sur les marchés au moment où les perspectives de croissance sont bonnes et où les vendeurs pensent qu'ils ont obtenu tout ce qu'ils pouvaient tirer de l'investissement en question.

Les transactions réelles étant généralement basées sur des différences d'opinions aussi fondamentales, il ne sera jamais possible aux experts de toujours tomber juste. Néanmoins, la RICS a établi des définitions de ce que l'on entend par valeur d'*open market* afin de donner un cadre logique au travail effectué par les experts. Pour les lecteurs qui ne sont pas familiers de ces concepts, les principales définitions sont les suivantes :

· «Valeur d'*open market* » signifie le meilleur prix auquel la vente d'un intérêt immobilier peut raisonnablement être effectuée sans considération de paiement à la date de l'évaluation ; elle suppose :

- a) un vendeur consentant ;
- b) que, avant la date d'évaluation, il se soit écoulé une période raisonnable (eu égard à la nature du bien immobilier et à l'état du marché) pour permettre de commercialiser convenablement le bien, d'obtenir l'accord sur le prix et les termes de la vente et de la réaliser ;
- c) que l'état du marché, le niveau des valeurs et autres restent inchangés entre la date d'évaluation et la date prévue pour l'échange des contrats ;
- d) qu'il ne soit pas tenu compte d'une nouvelle offre par un acheteur avec un intérêt spécial.

· L'utilisation de l'expression «valeur d'*open market*», sans référence à l'usage existant ou à l'usage alternatif, représente la valeur pour tout usage pour lequel cette valeur se reflète dans le prix que l'on peut en obtenir sur un *open market*.

· La grande majorité des experts employés par les fonds d'investissement et les sociétés cotées en bourse vont devenir membre de la RICS. Le *Assets Valuation Standards Committee* de l'Institution est chargé de renforcer l'adhésion à ces normes. Ainsi, le public et l'industrie de la gestion immobilière ont un cadre pour travailler et pour étayer leurs jugements.

· Je ne dis pas que parfois les membres de la RICS n'obtiendront pas des évaluations différentes. On a assisté récemment à un cas dont on a beaucoup parlé concernant les possessions immobilières de Queen's Moat Hotels plc. Dans un cas de ce genre, le comité des normes de la RICS intervient et évalue la qualité du travail des entreprises concernées. S'il découvre qu'une partie, ou en fait les deux, ont manqué de se conformer aux normes instituées, il prend des mesures fortes et efficaces. L'industrie de l'investissement attend avec impatience le jugement de l'*Asset Valuation Standards Committee* dans le cas Queen's Moat.

· Après ce rapide tour d'horizon de la scène britannique, revenons à la question posée par le titre de cet article. Ma réponse est la suivante : nous ne sommes pas obligés de déterminer la valeur des actifs immobiliers, mais il n'y a pas d'autre choix réaliste que de le faire volontairement. Je crois que le progrès qui a été fait dans la gestion de l'investissement et dans l'analyse de portefeuille provient au moins en partie du respect croissant

où est tenue la profession d'expert au Royaume Uni. Les normes ont évolué et ont été renforcées par l'organe principal de la profession. L'exactitude des évaluations publiées dans les index de la IPD est vérifiée chaque année et s'avère généralement bonne.

L'examen attentif des mouvements de valeurs année par année entraîne néanmoins l'introduction d'une certaine volatilité apparente. Le choix du moment de l'achat et de la vente est essentiel au succès d'un investissement. Mais il en va de même pour les autres marchés. Les investissements en valeurs et en titres apparaissent dans les déclarations de fin d'année au prix du marché. Il n'y a pas de raison que l'immobilier n'obéisse pas aux mêmes règles. Il est illusoire de vouloir soustraire l'immobilier à cette règle sous prétexte que c'est un investissement à long terme. Il n'y a rien d'automatique dans les résultats de l'immobilier. Il n'a de la valeur que lorsqu'il donne un profit compétitif par rapport à celui des autres marchés, après provision pour risque. Ainsi, la seule façon de juger consiste à comparer les résultats régulièrement. Les résultats ne peuvent être évalués que si la valeur du capital est revue en même temps que sa rentabilité.

Beaucoup de questions demeurent encore en suspens. La confiance du public dans les évaluations est généralement bonne mais elle a besoin d'être encore renforcée. L'affaire de Queen's Moat met la RICS à l'épreuve et on attend la décision de son comité des normes. Les experts ont encore à démontrer qu'ils offrent à leurs clients de la valeur réelle pour de l'argent.

455

A mon avis, les experts devraient aussi considérer très sérieusement le risque qu'ils courent dans leur travail et facturer leurs services en conséquence. La responsabilité potentielle d'un expert augmente en proportion du niveau de valeurs qu'il traite. Il est par conséquent insuffisant de facturer au temps passé. Une partie au moins des honoraires devrait compenser la responsabilité financière que prend l'expert. Les prix cités pour les gros contrats d'expertise me semblent tenir trop peu de compte de l'élément risque.

Peut-être les effets de la récession et son impact négatif sur les valeurs vont-ils convertir nos plus ardents partisans de la baisse des prix!