

# Evaluation des immeubles de véhicules de placement

Philippe Favarger

Philippe Thalmann

# Plan

- Références légales pour l'évaluation des immeubles appartenant à des placements collectifs → valeur vénale
- La valeur vénale dans la théorie immobilière, les différentes façons de l'estimer et les confusions à éviter
- Comment estimer la valeur vénale pour les véhicules de placements collectifs?

# RÉFÉRENCES LÉGALES

# Références légales (1/4)

## Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (LPCC, RS 951.31)

Art. 8: "Les placements collectifs ouverts donnent à l'investisseur un droit direct ou indirect au remboursement de ses parts à la **valeur nette d'inventaire** à la charge de la fortune collective."

Art. 83: "La valeur nette d'inventaire d'un placement collectif ouvert est déterminée à la **valeur vénale** à la fin de l'exercice annuel et chaque jour où des parts sont émises ou rachetées."

# Références légales (2/4)

**Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux**  
(LPCC, RS 951.31)

Art. 90 Comptes annuels et rapports annuels des fonds immobiliers: "Les immeubles sont comptabilisés à leur **valeur vénale** dans le compte de fortune"

Art. 88 Evaluation de la valeur vénale: "Les placements pour lesquels aucun cours du jour n'est disponible doivent être évalués **au prix qui pourrait en être obtenu s'ils étaient vendus avec soin au moment de l'évaluation**"

# Références légales (3/4)

## **Ordonnance fédérale sur les placements collectifs de capitaux (OPCC, RS 951.311)**

Art. 93 Estimation des immeubles appartenant au placement collectif:

<sup>1</sup> Les experts estiment la valeur vénale des immeubles appartenant au fonds immobilier à la clôture de chaque exercice annuel.

[...]

# Références légales (4/4)

[...]

<sup>2</sup> La visite des immeubles par les experts chargés des estimations doit être renouvelée au moins tous les trois ans.

<sup>3</sup> Les experts doivent justifier leur méthode d'estimation vis-à-vis de la société d'audit.

<sup>4</sup> Si elles comptabilisent dans leurs livres une autre valeur que celle résultant de l'estimation, la direction et la SICAV en exposent les motifs à la société d'audit.

Philippe Favarger

# LA VALEUR VÉNALE DANS LA THÉORIE IMMOBILIÈRE

---

La fluctuation des taux hypothécaires et la valeur vénale des immeubles

Séminaire d'automne – Fondation de l'Hermitage – 10 octobre 2014

8

COPTIS



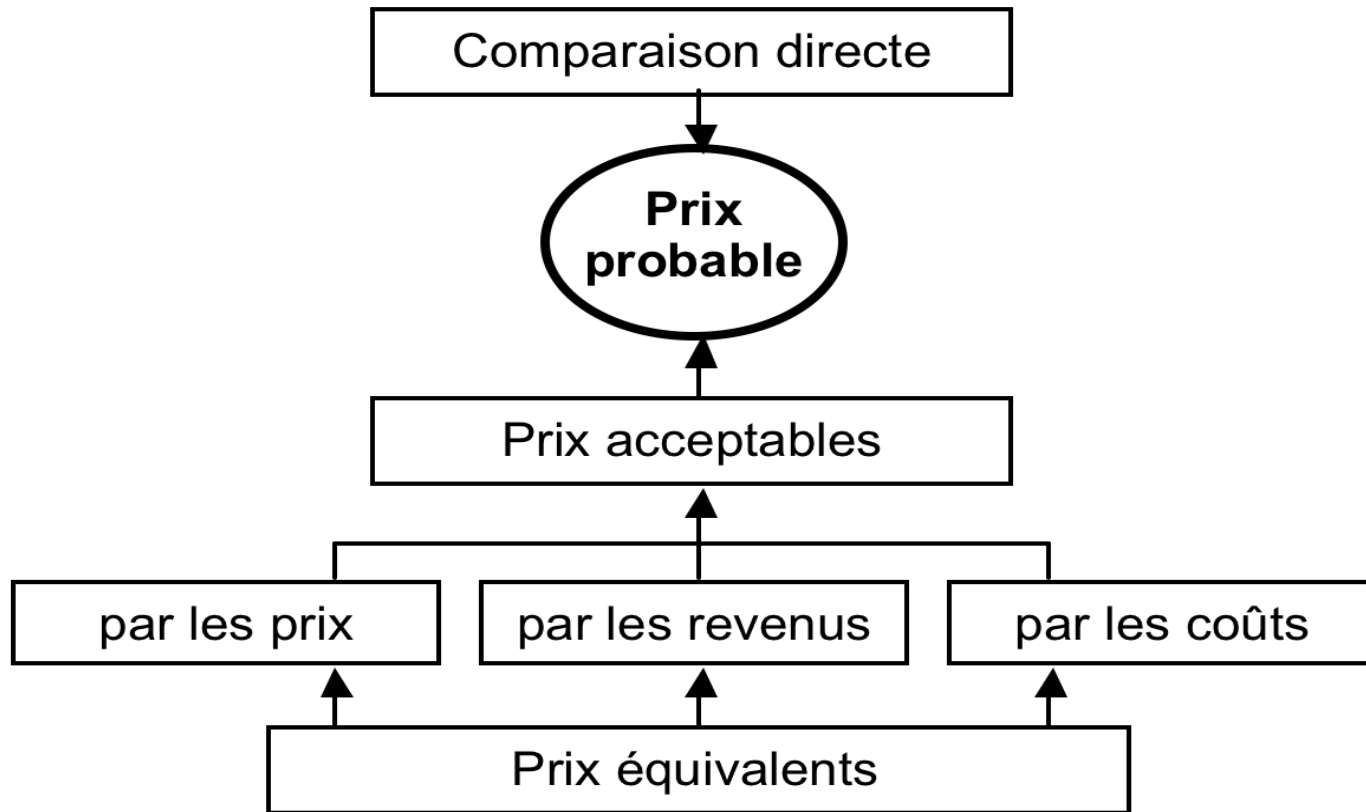


# La valeur vénale en théorie

## **Prix auquel un bien devrait pouvoir être vendu.**

- Un nombre suffisant d'acheteurs
- Des acteurs parfaitement informés
- Des acteurs non contraints
- Des acteurs prudents
- Pas d'acheteur avec un intérêt particulier
- Un délai raisonnable pour conclure la vente

# Méthodes d'estimation



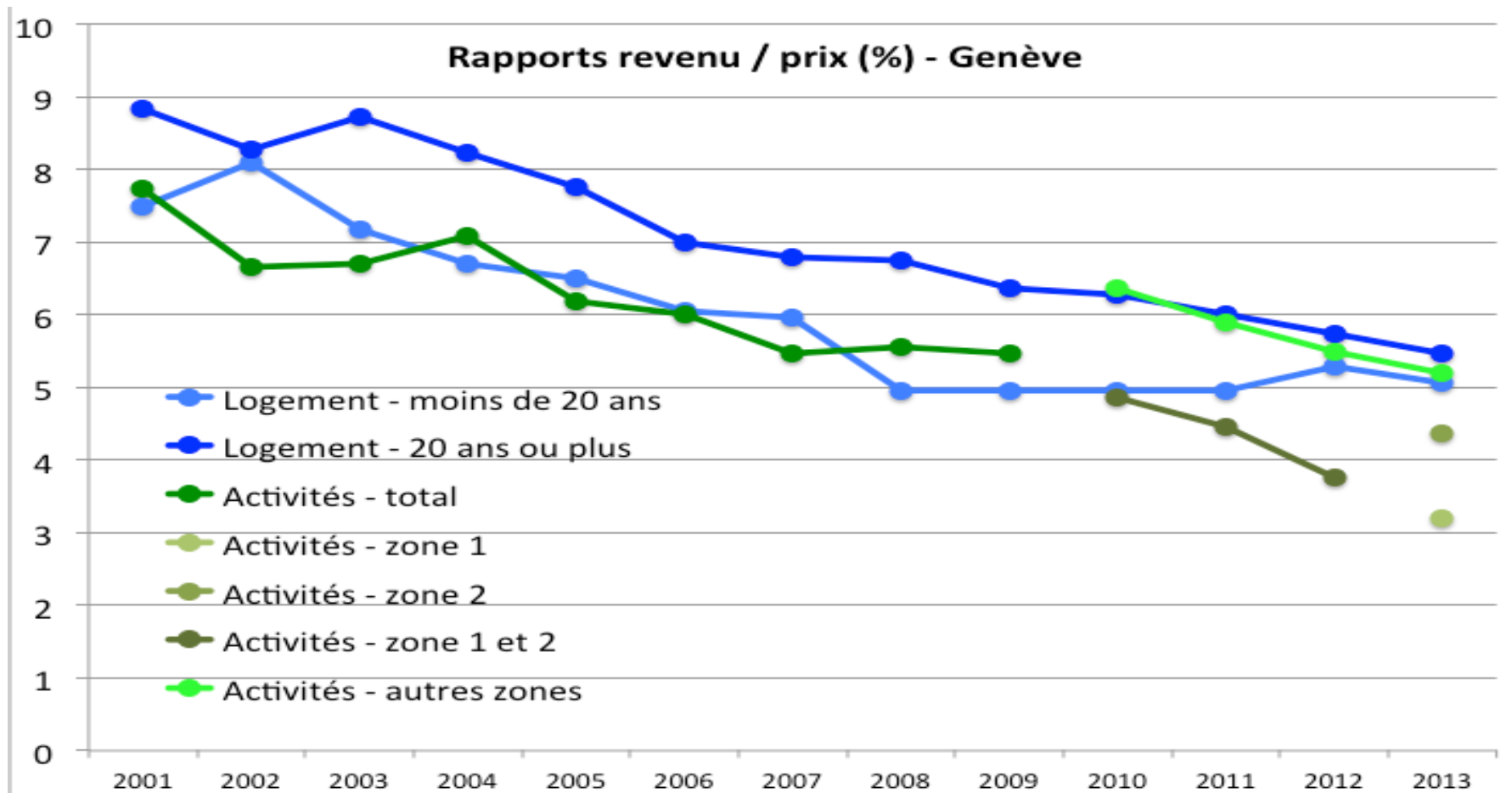
# Méthodes d'estimation

- La comparaison directe :
  - Méthode hédoniste
  - Prix / m<sup>2</sup>
  - Rapport revenu / prix
  
- Les prix équivalents
  - par les prix
  - par les coûts
  - par les revenus

# Immeubles de placement

- La méthode par comparaison directe :  
Rapport revenu / prix
- Prix équivalent par les coûts :  
Quelle valeur pour le terrain ?
- Prix équivalents par les revenus :  
Actualisation vs capitalisation

# Rapports revenus / prix



# Prix équivalent par les revenus

$$P = \sum_t \frac{F_t}{(1+r)^t}$$

P = prix équivalent

F = flux de liquidités

r = taux de rendement demandé

t = année

# Prix équivalent par les revenus

$$P = \sum_t \frac{(1 + f)^t F_0}{(1 + r)^t} = \frac{F_0}{r - f}$$

$f$  = taux de croissance du revenu net

# Le rendement demandé

- Taux d'actualisation :
  - taux hors risque
  - prime de risque ?
- Taux de capitalisation :
  - capitalisation du revenu brut ?
  - taux de rendement ?
  - taux de croissance du revenu net



# La valeur vénale d'un immeuble de placement

- Capitalisation du revenu brut
- Actualisation / capitalisation du revenu net
- Indexation

Philippe Thalmann

# LA VALEUR VÉNALE POUR LES PLACEMENTS COLLECTIFS

---

La fluctuation des taux hypothécaires et la valeur vénale des immeubles

Séminaire d'automne – Fondation de l'Hermitage – 10 octobre 2014

18

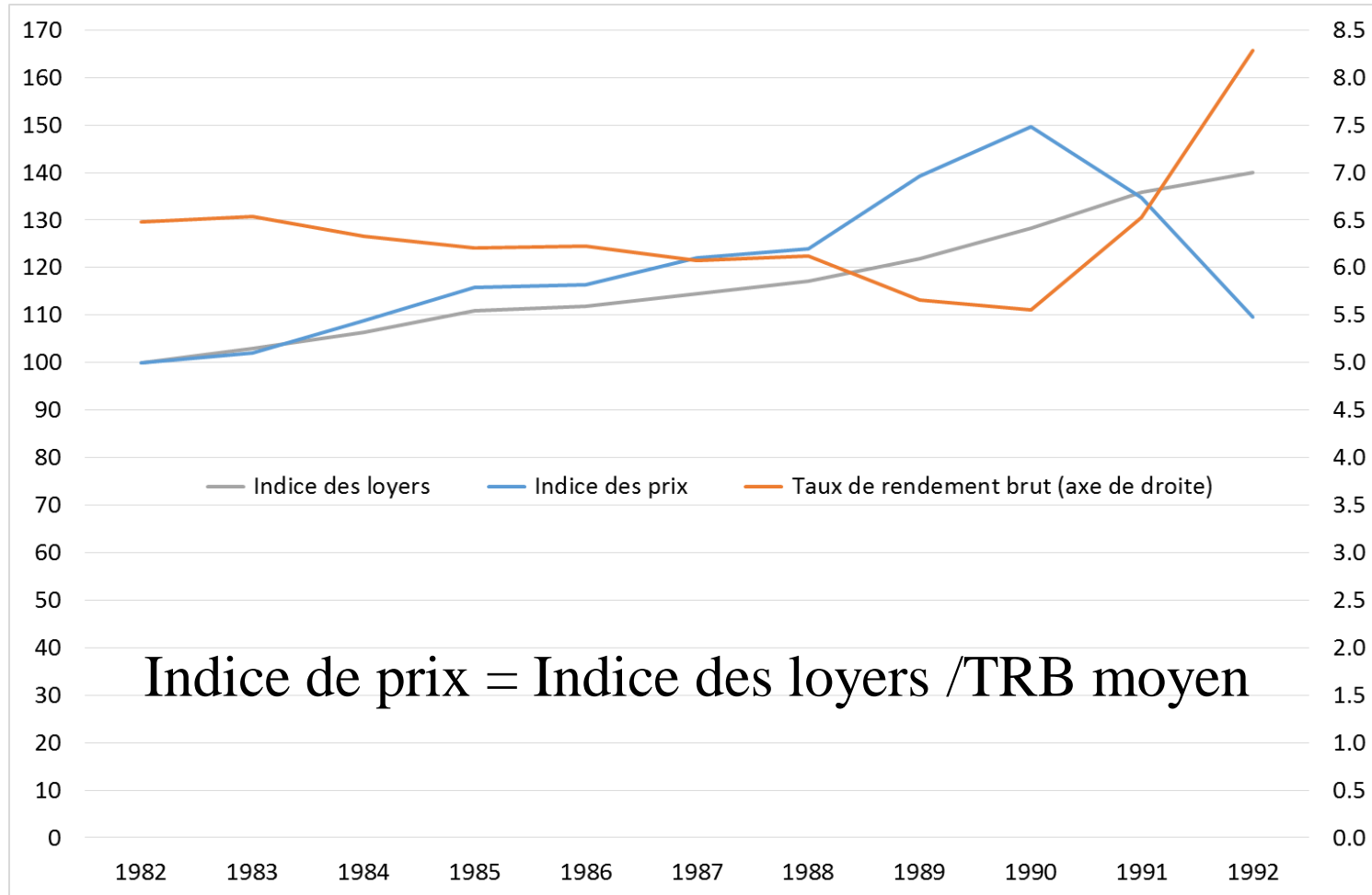
COPTIS



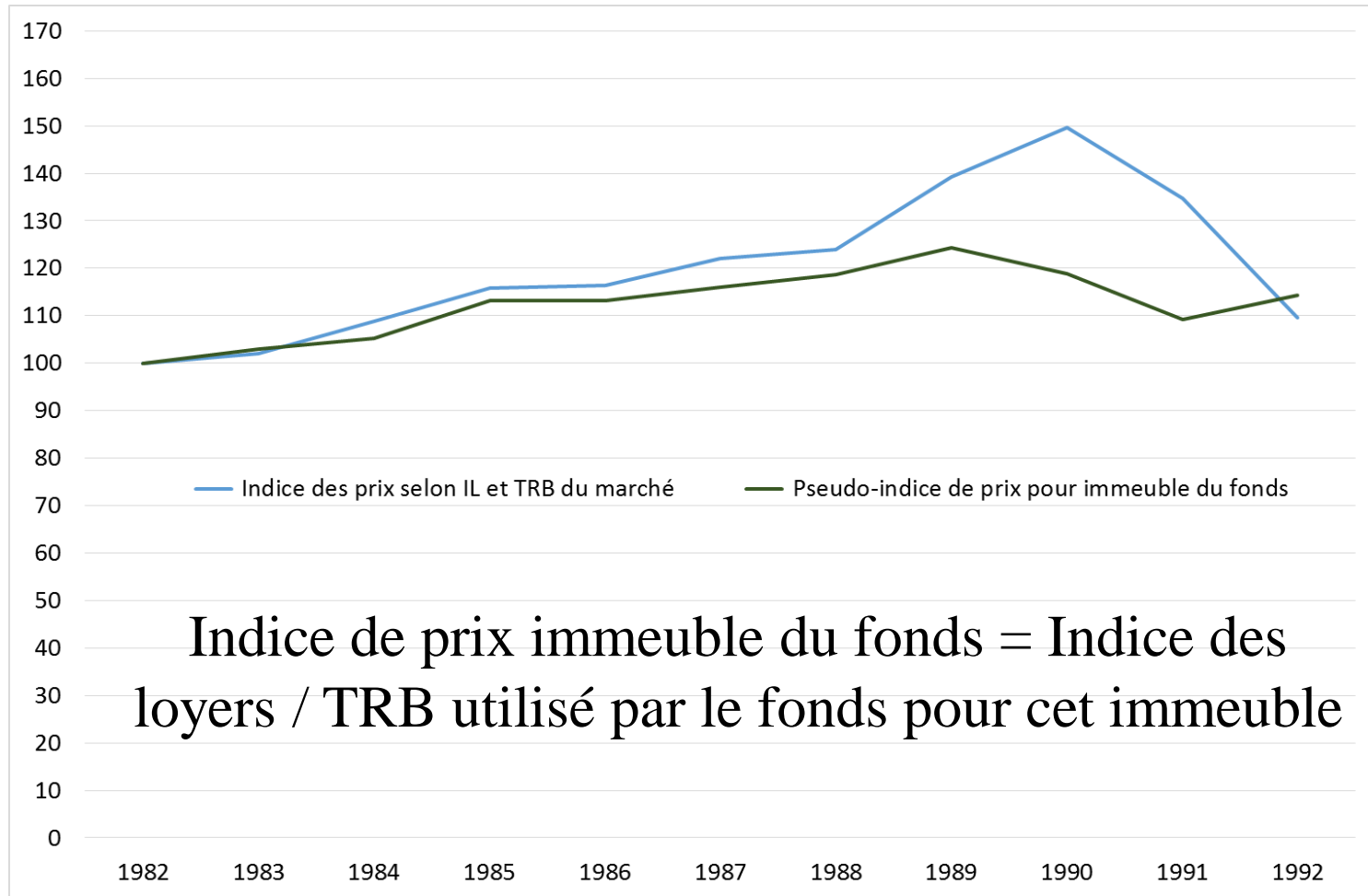
# Illustration: Genève 1982-1992

- A titre d'exemple, comparaison entre
  - l'évaluation pour la valeur d'inventaire d'un grand fonds immobilier d'un immeuble situé dans le canton de Genève
  - divers indicateurs de l'évolution des prix du marché
- Implications
- A cette époque, pas d'indices pour les immeubles de rapport
- Estimation par capitalisation au taux de rendement brut

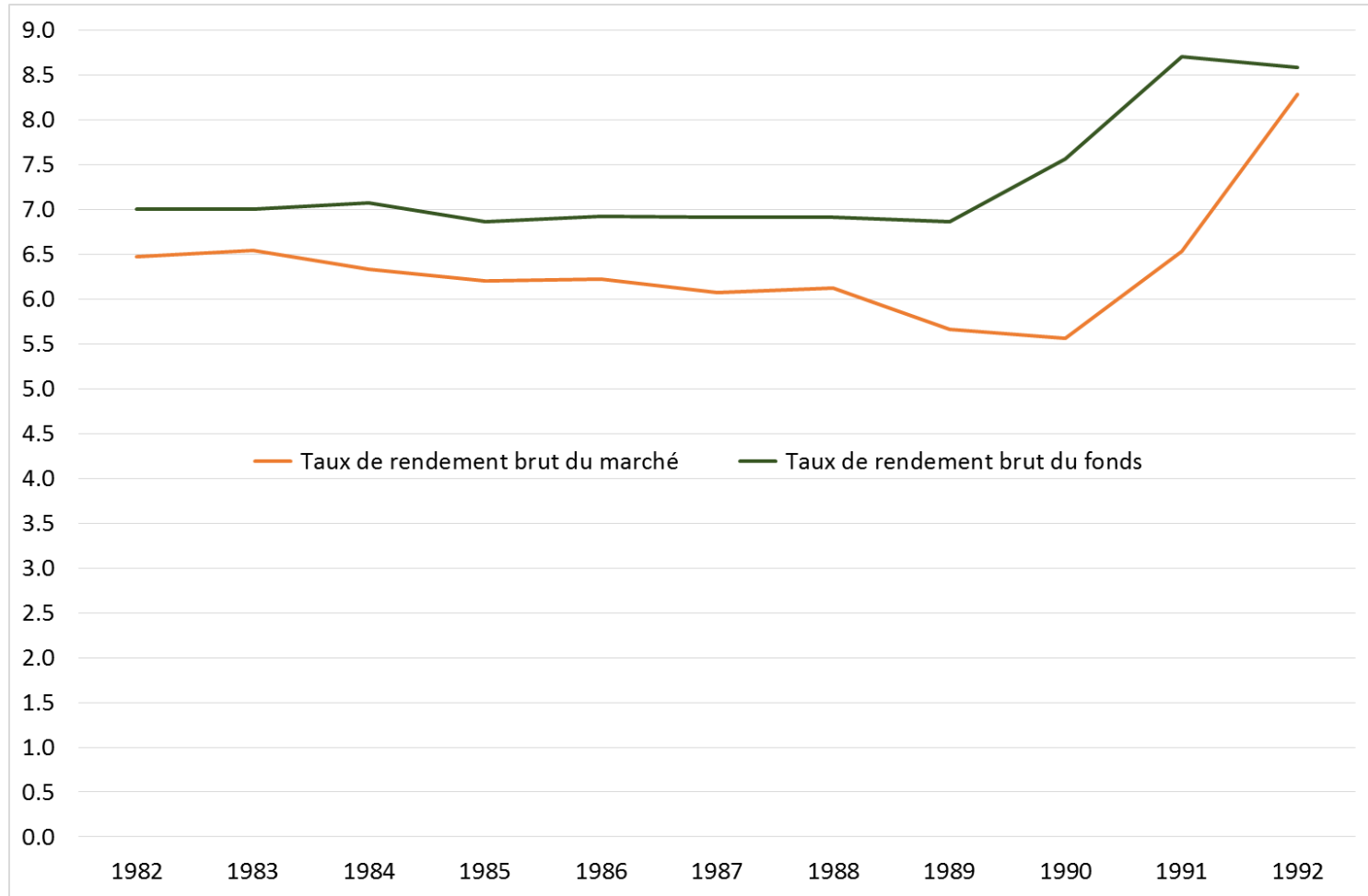
# Pseudo-indice de prix par capitalisation de l'indice des loyers selon les TRB moyens du marché



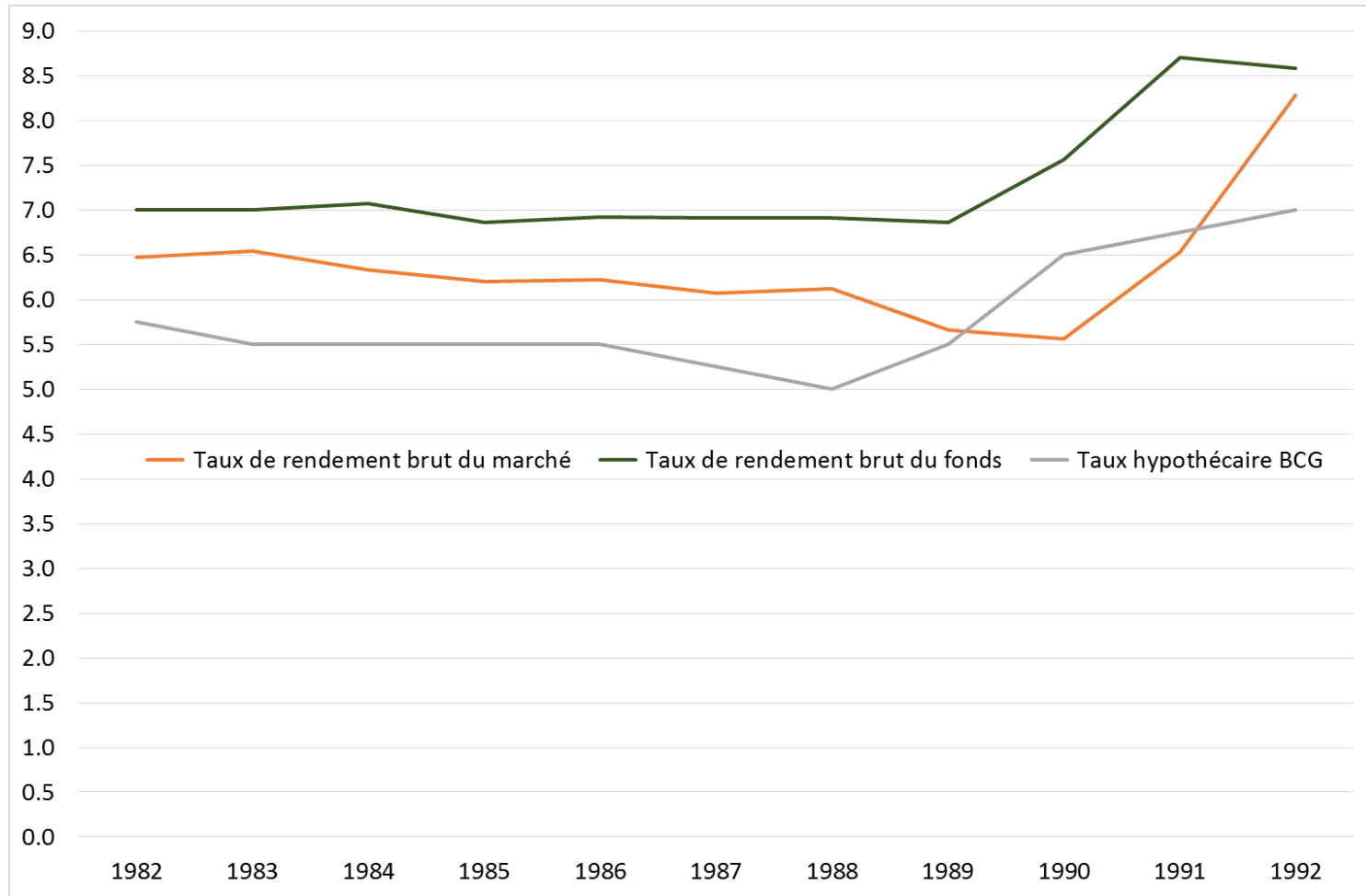
# Comparaison avec pseudo-indice de prix pour immeuble du fonds



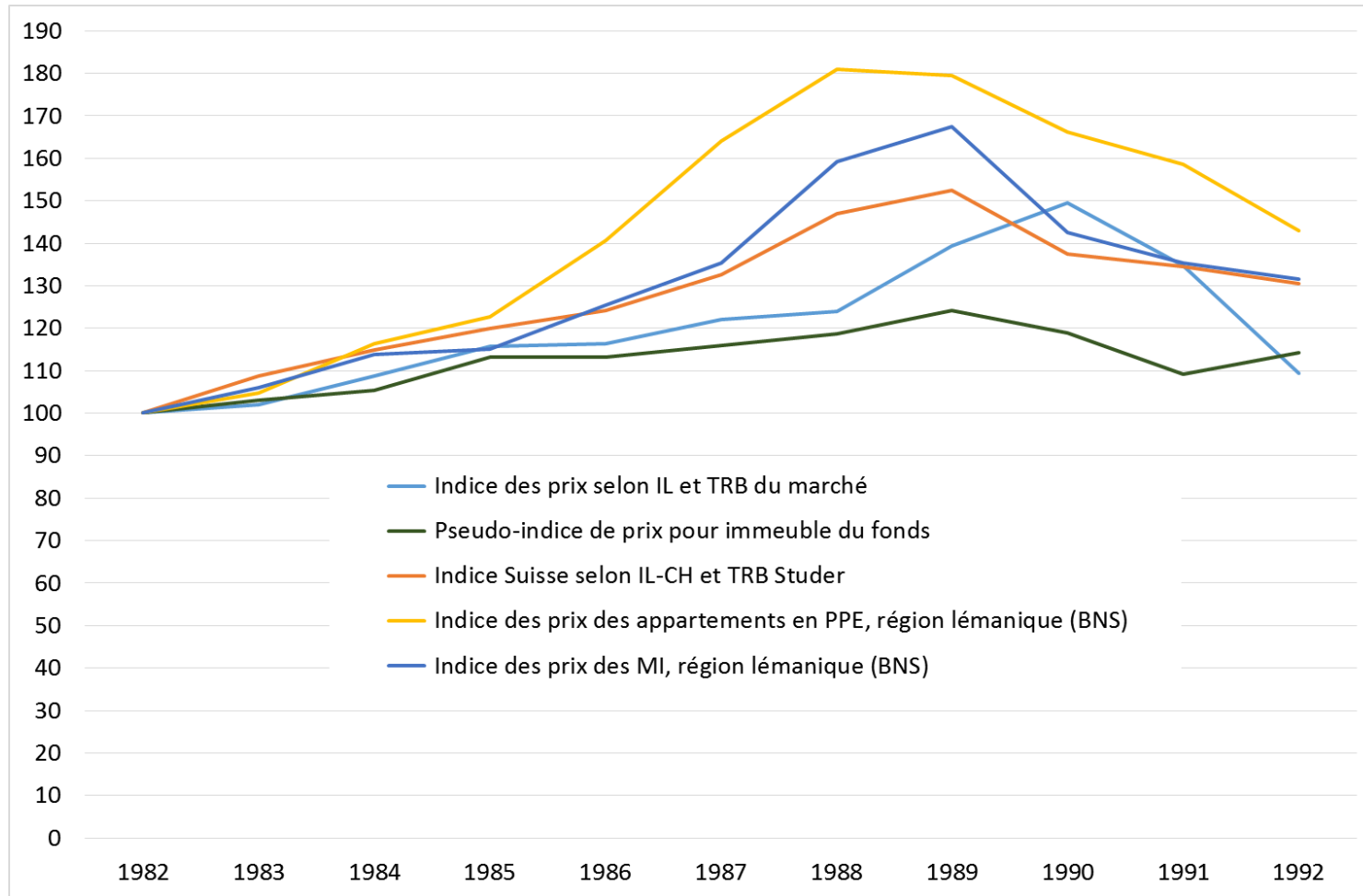
# Comparaison des TRB



# Comparaison des TRB avec taux hypothécaire de référence



# Comparaison de l'évaluation par le fonds avec divers indices de prix





# Discussion

- Est-ce que le fonds a eu raison de ne pas suivre l'évolution non soutenable du marché ?
- Comment ajuster les indicateurs de prix observés (rapports revenu/prix ou autres) si on ne veut pas suivre le marché ?
- Plus-values à la vente des immeubles, moins-values à l'achat
- Quelles conséquences pour les porteurs de parts ?

# Conséquences pour les porteurs de parts

- Evolution 1982-1990:
  - Pseudo-indice: +50%
  - Valeur d'inventaire: +20%
- Plus-value latente = valeur vénale des immeubles – valeur d'inventaire
- Dilution: parts émises à la valeur d'inventaire deviennent copropriétaires de la plus-value latente

# Exemple de dilution

	Indice de prix	Fonds évalué à la valeur vénale		
	Prix de transaction	Nombre de parts	Valeur de la part	Valeur vénale et d'inventaire du fonds
1987	122	100	122	12'205
1989	124	130	124	16'102
1990	139	160	139	22'293
1991	150	200	150	29'920
1992	135	200	135	26'942

# Exemple de dilution

	Indice de prix		Fonds évalué comme dans l'exemple				
	Prix de transaction	Evaluation par le fonds	Nombre de parts	Valeur d'inventaire de la part	Valeur d'inventaire du fonds	Valeur vénale du fonds	Valeur réelle de la part
1987	122	116	100	116	11'596	12'205	122
1989	124	119	130	119	15'418	15'944	123
1990	139	124	160	124	19'884	21'664	135
1991	150	119	200	119	23'773	28'015	140
1992	135	109	200	109	21'848	25'227	126

# Conclusions

- Il est possible d'évaluer la valeur vénale des immeubles
- Il faut le faire en utilisant toutes les données du marché, sans "ajustements" arbitraires
- Ne pas estimer l'inventaire aux prix du marché revient à pénaliser les porteurs de parts qui ont vu juste et à favoriser ceux qui ont vu faux, donc à fausser le jeu du marché