

# Une prime fascinante

Les facteurs moteurs de **l'agio des fonds immobiliers cotés suisses** |  
White Paper

Par : **Brice Hoffer**, Head of Real Estate Research & Strategy – DACH



La logique de l'agio des fonds immobiliers suisses cotés suscite souvent des débats dans le monde des investisseurs. Dans ce document, nous examinons les différents facteurs internes et externes qui contribuent à une prime au-dessus de la valeur nette d'inventaire (VNI) dans cette classe d'actifs.



# Une prime (globalement) rationnelle

L'existence et la fluctuation de primes par rapport à la VNI dans le marché des fonds immobiliers suisses cotés s'expliquent par des caractéristiques concrètes des fonds et par des facteurs externes plus volatils. La fluctuation des agios peut certes susciter des considérations d'ajustements tactiques. Néanmoins, les investisseurs devraient plutôt se concentrer sur la qualité des revenus et le potentiel de diversification à long terme de leur allocation dans le secteur des fonds immobiliers suisses cotés.

## Qu'est ce que l'agio?

Les fonds immobiliers suisses cotés se négocient rarement à un cours équivalant à la valeur nette d'inventaire (VNI) sous-jacente. En effet, cette classe d'actifs affiche généralement une prime (agio) et, dans de rares cas, une décote (disagio) par rapport à la VNI par part de fonds (voir figure 1). Au cours des dix dernières années, la prime moyenne sur l'ensemble du marché s'établissait à près de 25% de la VNI. Les fondamentaux de l'agio sont souvent source de questions dans le monde des investisseurs. Dans ce document, nous expliquons que des caractéristiques concrètes des fonds ainsi que certains facteurs externes plus volatils peuvent justifier une prime par rapport à la VNI dans le marché des fonds immobiliers suisses cotés.

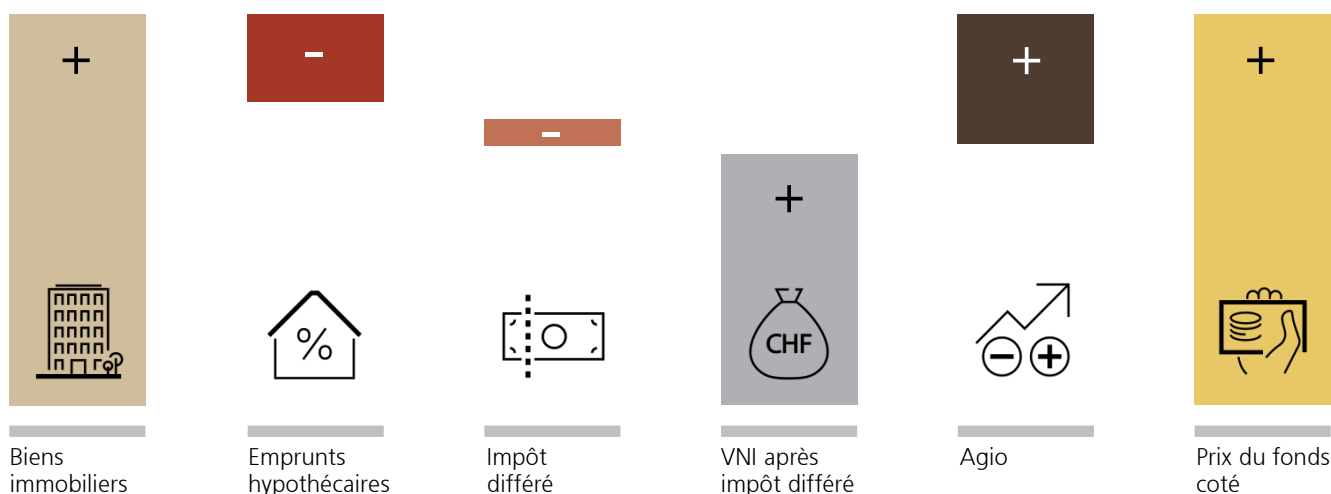
Il est difficile d'isoler la contribution d'une seule variable dans la dynamique de l'agio, dans la mesure où une forte corrélation croisée existe entre les facteurs en présence, comme par exemple le millésime, la taille, la liquidité, le niveau de diversification et le montant des impôts différés d'un fonds. De plus, le nombre de fonds immobiliers suisses cotés disposant d'une longue série de données est plutôt limité. De ce fait, nous ne tirerons ici aucune conclusion d'ordre statistique. Nous nous attacherons plutôt à expliquer l'existence et la variation de l'agio en nous basant sur des observations empiriques et une logique économique.

## Impôts différés : une contribution tangible

L'impôt différé sur les plus-values constitue sans doute l'un des contributeurs les plus évidents à l'existence des agios sur le marché suisse des fonds immobiliers cotés. Sur la durée de vie d'un fonds immobilier, la valeur du capital augmente progressivement, si bien qu'en cas de liquidation du fonds, les prélèvements fiscaux sur les plus-values peuvent être conséquents. Cet aspect constitue ainsi une position de coûts dans le calcul de la VNI (voir figure 1).

Les fonds immobiliers «buy-to-hold» (acheter et conserver) étant généralement établis selon une approche *de continuité de l'exploitation* (autrement dit selon l'hypothèse d'une activité appelée à se poursuivre dans un avenir prévisible), le fait de soustraire de la VNI l'impôt différé sur les plus-values peut légitimement susciter des interrogations. En effet, si l'on considère qu'un fonds n'est pas appelé à être liquidé, l'impôt différé sur les plus-values peut être considéré comme un coût fictif, dont le montant devrait être réintégré dans la VNI. En moyenne, l'impôt différé sur les plus-values représente environ 7% de la VNI sur le marché suisse. Il peut cependant dépasser les 10% de la VNI pour les fonds lancés il y a plusieurs décennies ou pour ceux investis dans des biens immobiliers ayant connu une appréciation importante et rapide (voir figure 2).

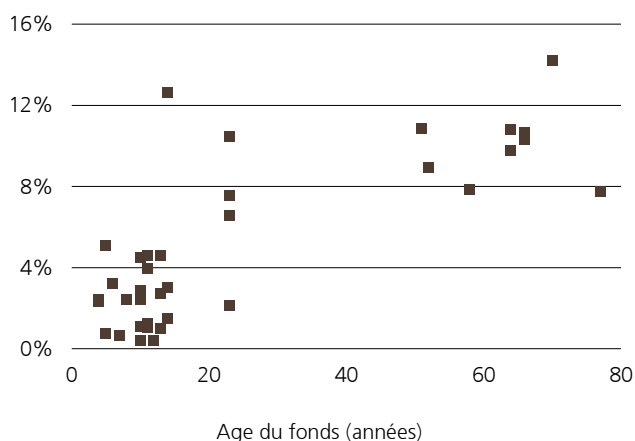
Figure 1: De la valorisation immobilière au prix des parts d'un fonds coté



Source: UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets (REPM), mai 2021

Figure 2: Impôts différés selon l'âge du fonds

Impôts différés (% VNI)



Source: Divers rapports annuels de fonds; UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets (REPM), mai 2021

**Structure du portefeuille et du fonds : source de valeur ajoutée**

Une fois regroupés au sein d'un portefeuille d'une certaine taille, les biens immobiliers offrent une meilleure diversification que des investissements isolés. Grâce à l'exposition à un grand nombre d'objets, de locataires et, bien souvent, de secteurs, la structure du portefeuille permet de réduire l'exposition aux risques de défaut de paiement des locataires et aux risques liés à une propriété spécifique. Cet avantage peut justifier une prime par rapport à la VNI, dans la mesure où la valeur globale du portefeuille immobilier est supérieure à la somme des valeurs des biens immobiliers individuels détenus par le fonds.

En outre, les parts des fonds cotés peuvent être négociées efficacement et en toute simplicité, contrairement aux placements immobiliers directs plus illiquides. De fait, les transactions immobilières directes exigent du temps, la présence d'un vendeur et d'un acheteur tous deux disposés à conclure la transaction, et des compétences particulières pour procéder à la due diligence nécessaire et gérer les questions juridiques et financières. A l'inverse, les parts de fonds cotés peuvent être acquises en bourse en quelques clics, avec différents niveaux de liquidité selon la taille du fonds et le volume de négoce journalier moyen. Bien qu'il soit en partie grevé par les commissions, cet avantage peut justifier une prime sur la VNI par rapport aux investissements immobiliers directs.

Par ailleurs, les caractéristiques spécifiques d'un portefeuille, telles que la qualité des immeubles, leur emplacement ou la solvabilité des locataires, peuvent justifier des différences d'agios au sein de l'univers des fonds immobiliers cotés. Ces facteurs ont un impact direct sur le potentiel de performance et le niveau de risque d'un fonds. Ces caractéristiques sont certes prises en compte dans l'évaluation des biens immobiliers. Toutefois, selon leur sentiment, les acteurs du marché peuvent les survaloriser ou les sous-valoriser, menant ainsi à une prime ou à une décote. De la même manière, la perception des compétences d'un gestionnaire d'investissement peut influencer le prix des parts d'un fonds coté et, ainsi, le niveau de l'agio du fonds en question.

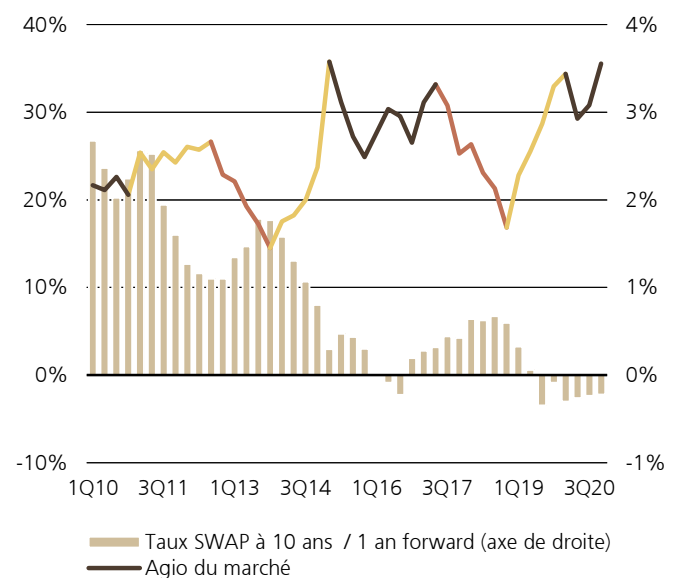
### Influence des fondamentaux macroéconomiques et de la situation du marché locatif

Outre les caractéristiques internes d'un fonds plutôt stables, des facteurs externes plus volatils sont aussi susceptibles d'influencer la dynamique des agios des fonds immobiliers cotés. Les taux d'intérêt ont un impact décisif sur les fondamentaux du marché des placements immobiliers (coûts de financement, taux d'actualisation pour l'évaluation) ainsi que sur les alternatives de placement (rendements du marché obligataire, taux sans risque). Comme le montre la figure 3, dans les périodes de baisse des taux d'intérêt, le niveau de l'agio tend à augmenter, et inversement lorsque les rendements sont à la hausse.

La situation du marché locatif (taux de vacance, perspectives de croissance des loyers) peut également influencer le niveau de l'agio. Sur le long terme, une détérioration ou une amélioration des perspectives du marché locatif peut avoir un impact sur la valeur des immeubles et la VNI des fonds immobiliers. Or, le marché boursier a tendance à répercuter les changements de fondamentaux bien plus rapidement que les experts en valorisation immobilière. Et, selon le sentiment qui domine, les actions des investisseurs peuvent exagérer momentanément la tendance haussière ou baissière des prix.

Il peut en résulter des différences d'agios significatives selon la spécialisation du fonds. En effet, les investisseurs peuvent être disposés à payer une prime pour les secteurs et régions offrant les meilleures perspectives sur le marché locatif et, à l'inverse, pénaliser les fonds exposés à des marchés en difficulté. Ainsi, les fonds investissant exclusivement dans le secteur résidentiel et les véhicules de placement mettant l'accent sur la région lémanique en forte croissance ont, dans un passé récent, affiché un agio supérieur à la moyenne.

Figure 3: Taux d'intérêt et évolution de l'agio



Source: Refinitiv, rapports annuels de divers fonds; UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets (REPM), mai 2021

### Stratégie de long terme : focus sur la solidité du rendement de distribution et le potentiel de diversification

Comme nous venons de le voir, de nombreux facteurs peuvent justifier une prime au-dessus de la VNI sur le marché suisse des fonds immobiliers cotés. Certains de ces facteurs, relativement stables, sont liés aux caractéristiques propres d'un fonds donné. D'autres, plus volatils, sont influencés par l'environnement externe et le sentiment des investisseurs (voir figure 4).

Ces facteurs plus volatils sont davantage susceptibles de mener à des fluctuations cycliques de l'agio qui pourraient motiver des ajustements tactiques. Toutefois, dans la pratique, prévoir le niveau futur de l'agio est une science incertaine, exposée à des variations inattendues du marché. De plus, les coûts de transaction peuvent grever la performance effective.

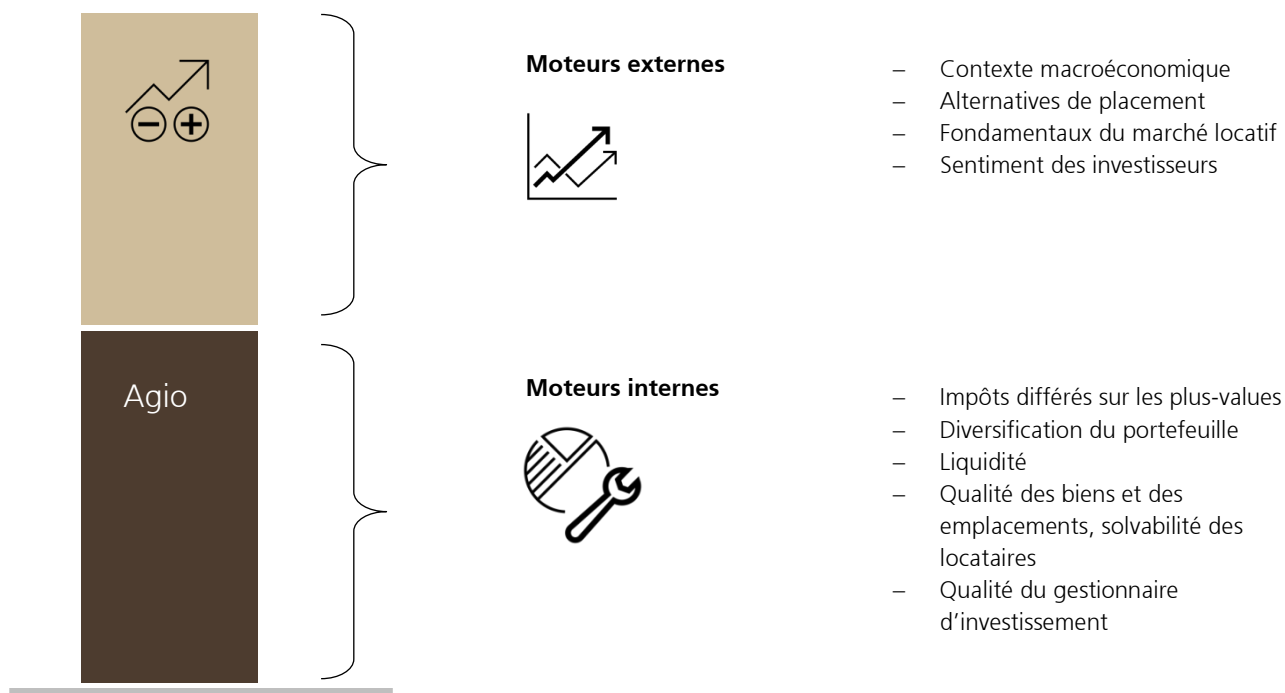
Par ailleurs, parmi les principaux avantages d'une allocation dans les fonds immobiliers suisses cotés figurent la faible corrélation de la performance avec les classes d'actifs traditionnelles, ainsi que la stabilité des revenus locatifs générés par les biens immobiliers sous-jacents. Ces éléments contribuent à la diversification et à la stabilité d'un portefeuille multi-actifs.

Selon nous, les investisseurs à long terme devraient se concentrer sur la qualité de ces atouts plutôt que de procéder à des ajustements tactiques en fonction des variations à court terme de l'agio. En effet, le niveau de diversification et la qualité du rendement de distribution sont les principaux moteurs d'une robuste performance corrigée du risque pour une allocation à long terme sur le marché de l'immobilier suisse coté.

Outre la structure des produits dans lesquels l'investissement est effectué, des facteurs qualitatifs importants, tels que la qualité du gestionnaire d'investissement et sa capacité à adopter des tendances structurelles majeures (numérisation, aspects ESG), doivent également être pris en considération. Ces éléments sont, selon nous, des catalyseurs essentiels afin de délivrer de solides rendements sur distribution et une valorisation du portefeuille résiliente sur le long terme.

La faible corrélation de la performance avec les classes d'actifs traditionnelles et la stabilité du rendement de distribution sont les atouts majeurs de l'immobilier suisse coté.

Figure 4: Moteurs internes et externes des agios



Source: UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets (REPM), mai 2021



Pour de plus amples informations, veuillez vous adresser à:

**UBS Asset Management**  
Real Estate & Private Markets (REPM)  
Research & Strategy – DACH

Brice Hoffer  
+41-44-234 91 56  
brice.hoffer@ubs.com



Suivez-nous sur LinkedIn

Pour accéder à notre plateforme d'analyse, [scannez-moi!](#)



[www.ubs.com/repm-research](http://www.ubs.com/repm-research)

**La présente publication ne peut en aucun cas être considérée comme une incitation à l'achat ou à la vente de titres ou autres instruments financiers d'UBS AG ou de ses filiales en Suisse, aux Etats-Unis ou dans toute autre juridiction.** UBS interdit strictement la redistribution ou la reproduction, totale ou partielle, du présent document sans son autorisation écrite préalable, et UBS ne saurait être tenue responsable des actions de tiers basées sur le présent document. Les informations et les opinions contenues dans le présent document ont été compilées ou formulées sur la base d'informations obtenues auprès de sources considérées comme fiables et de bonne foi. Cependant, aucune responsabilité n'est acceptée en cas d'erreur ou d'omission. Toutes ces informations et opinions sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Veuillez noter que la performance passée ne préjuge pas de la performance future. Pour les investissements dans l'immobilier/les infrastructures/le private equity (qu'il s'agisse d'investissements directs ou par le biais de fonds à capital variable ou fixe), les actifs sous-jacents sont illiquides. L'évaluation dépend donc du jugement de l'évaluateur. La valeur des investissements ainsi que les revenus qui en découlent peuvent tout aussi bien évoluer à la hausse qu'à la baisse et il est possible que les investisseurs ne récupèrent pas le capital investi. Aucune opinion quant au marché ou aux investissements exprimée ici ne doit être considérée comme une analyse d'investissement. **Le présent document n'a pas été préparé conformément aux exigences d'une quelconque juridiction visant à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière, et il n'est soumis à aucune interdiction de négociation en amont de la diffusion d'analyses financières.** Les informations contenues dans le présent document ne constituent pas une distribution, et elles ne peuvent en aucun cas être considérées comme une recommandation d'achat ou de vente d'un quelconque titre ou fonds. Certains commentaires figurant dans ce document sont considérés comme des déclarations prospectives. Les résultats effectifs peuvent être très différents. Les opinions exprimées ici reflètent le jugement d'UBS Asset Management au moment de la rédaction du présent document, et il n'existe aucune obligation de mettre à jour ou de modifier les déclarations prospectives suite à de nouvelles informations, à des événements futurs ou à toute autre circonstance. De plus, ces opinions ne visent ni à prédire ou à garantir la performance future d'un titre individuel, d'une classe d'actifs donnée ou des marchés en général, ni à prédire la performance future d'un quelconque compte, portefeuille ou fonds d'UBS Asset Management. Source pour l'ensemble des données/graphiques (sauf indication contraire): UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets. Les opinions exprimées ici représentent les opinions générales d'UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets en mai 2021. Sauf indication contraire, toutes les informations sont en date du mois de mai 2021. Publié en mai 2021. **Autorisé à des fins d'utilisation internationale.**

© UBS 2021 Le symbole des clés et UBS font partie des marques déposées et non déposées d'UBS. D'autres marques citées ici peuvent être des marques commerciales de leurs propriétaires respectifs. Tous droits réservés.

