

## UNE NOUVELLE APPROCHE DE LA DÉCOTE FAVORABLE AUX ACTIONNAIRES

La question de la décote est importante pour qui s'intéresse à l'immobilier coté. Traditionnellement considérée comme un indicateur avancé de l'évolution des prix sur le marché physique, elle peut aussi être vue comme une protection face à l'incertitude. Elle devient alors une opportunité de gestion actif/passif des managements favorable aux actionnaires.

Le mot décote est un thermomètre usuel pour quantifier la différence de valorisation entre l'immobilier coté et physique. Elle est synonyme d'opportunité pour les investisseurs sur l'immobilier coté qui se voient proposer des actifs en "soldes" par rapport à la valorisation de l'immobilier physique. Mais c'est aussi un frein au développement du secteur coté car la décote a pour effet de rendre dilutives les augmentations de capital envisagées.

### UN ÉCLAIRAGE NOUVEAU

Si le mot décote est si familier, pourquoi écrire un nouvel article sur le sujet ?

1. Parce que nous pensons proposer un éclairage nouveau sur l'interprétation de la décote ;
2. Parce que nous pensons que la décote peut faire l'objet d'une gestion active favorable aux action-

naires du secteur immobilier coté. Traditionnellement, la surcote/décote observée sur le marché immobilier coté est considérée comme un indicateur avancé de l'évolution future des prix. Cette interprétation suggère qu'une décote est synonyme d'une baisse future des prix sur le marché immobilier physique et inversement. Le caractère probant sur la période 2000-2007 de cette causalité et le confort qu'elle procure ont très largement contribué à la diffusion de cette interprétation. Cependant, notre opinion est que la décote/surcote exprime par construction un prix relatif entre le marché immobilier coté et le marché physique, mais ne permet pas d'anticiper l'évolution future des prix. À ce titre, l'analyse de la corrélation entre la décote/surcote et l'aversion au risque (mesurée par la volatilité) apporte un

éclairage nouveau "trouillomètre" sur l'interprétation à donner à la décote/surcote.

Une incertitude élevée (volatilité élevée) correspond à un niveau de décote élevé et inversement. Par conséquent la décote est une protection face à l'incertitude sur l'évolution des prix. La réduction de la décote peut ainsi se faire par une hausse des cours et non par la baisse des valeurs d'actifs.

### POUR UNE GESTION ACTIVE DE LA DÉCOTE

Compte tenu d'une volatilité boursière très supérieure à la volatilité économique du secteur, il existe des opportunités de gestion du cycle boursier qui aujourd'hui sont très peu exploitées par les managements des foncières qui subissent plus qu'ils n'exploitent la décote. Nous limitons notre propos aux rachats d'actions, tout en mentionnant que la réalisation de cessions suivies de la distribution des plus-values rentre dans le champ d'une gestion active de la décote. Que dire au management qui achète des immeubles sur le marché physique alors que leurs titres décote fortement, ou qui fait des augmentations de capital à un cours décoté pour acheter des actifs non soldés sur le marché physique ?

Notre opinion est que le management devrait privilégier le rachat d'actions dans une situation de décote significative. Or il est frappant de constater que le rachat d'actions est peu utilisé alors que les managements ont reçus les autorisations de rachats d'actions



**LAURENT GAUVILLE (IMPI\*, SFAF) EST ASSOCIÉ FONDATEUR DE GESTION 21,**

et gérant depuis 2007 du FCP IMMOBILIER 21, fonds qui a reçu, en 2010 et 2011, les prix *Lipper* du meilleur fonds actions secteur immobilier Europe sur trois ans. Il possède une expérience de quinze ans dans la gestion de fonds immobiliers cotés.

Entre 1998 et 2007, il a été responsable du pôle immobilier d'Acofi Gestion.

Laurent est coauteur d'articles sur le secteur immobilier coté (*Taux d'intérêt critique en 2010, point mort d'ANR en 2012 - Revue Réflexions immobilières de l'EIF*).

\*IMPI : Institut du Management, du Patrimoine et de l'Immobilier.

lors des assemblées générales. L'argument le plus souvent évoqué pour ne pas procéder à des rachats d'actions est l'objectif de réduction de l'endettement, argument qui devrait disparaître dans le futur en raison du succès des politiques de désendettement menées par les foncières. De façon structurelle, nous pensons que le niveau d'endettement cible doit prendre en compte un niveau d'endettement destiné aux rachats potentiels d'actions. Ainsi, la gestion active de la décote par les managements permettrait sur le long terme à la fois de faire bénéficier les actionnaires de la décote et probablement réduire la volatilité boursière du secteur. La décote ne serait plus un simple thermomètre du prix relatif coté/non coté mais une opportunité de gestion actif/passif des managements favorable aux actionnaires actuels et futurs du secteur immobilier coté. ■