

## L'EXPÉRIENCE D'UN FONDS DE PENSION EN GRANDE-BRETAGNE

TIM BELL \*

**L**e marché immobilier britannique a connu une transformation majeure ces dix dernières années, et nulle part cela n'a été aussi sensible que dans le domaine de l'évaluation et de la mesure de performance. Cette évolution, qui se poursuit, provient du désir des investisseurs institutionnels, comme nous-mêmes, de mieux comprendre les singularités de la rentabilité de l'immobilier en tant que classe d'actifs, afin de lui donner une place pleine et entière dans un portefeuille multi-actif.

Ce sont les évaluations qui fournissent les éléments à partir desquels sont faites les mesures et un des grands changements a concerné la fréquence de l'estimation de portefeuille. La grande majorité des institutions britanniques évalue à présent leur portefeuille annuellement ou même plus souvent, comme c'est le cas dans notre fonds de pension où nous effectuons des estimations mensuelles.

457

Le but de ces estimations régulières est de comparer la performance relative de l'immobilier à celle des autres types d'actifs comme les actions ordinaires ou les obligations. Cela facilite le processus d'allocation, autrement dit la décision de placer ici plutôt que là son investissement pour en maximiser la rentabilité. Cette nécessité de déterminer régulièrement la performance de l'investissement, qui est un exercice coûteux dans le cas de l'immobilier, est née à la suite des gros problèmes que ce secteur a connu par le passé.

Dans les années 1960 et 1970, les fonds de pension comme le nôtre se sont développés à un rythme prodigieux. L'Etat encourageait activement les compagnies à faire elles-mêmes les provisions pour assurer les retraites à venir de leur personnel, ce qui lui retirait ainsi une charge importante. Des liquidités, sous forme de contributions étaient versées aux gestionnaires de placement. Ces derniers subissaient, par voie de conséquence, des pressions considérables pour investir cet argent. La stratégie employée alors consistait à acquérir des actifs qui montreraient le maximum de plus-value et de rentabilité.

---

\* Directeur de l'ESN Pension Management Group

L'immobilier était à l'époque une classe d'actifs privilégiée, dans la mesure où elle était perçue comme une bonne protection contre l'inflation. Les achats étaient centrés sur l'acquisition de grands immeubles de prestige absorbant les importants afflux d'argent qui s'accumulaient dans les fonds.

Pourtant, rétrospectivement, c'était une époque où les stratégies d'investissement et leur contrôle étaient relativement simples, en particulier pour l'immobilier.

Les administrateurs sont, bien sûr, devenus de plus en plus inquiets de leur absence de contrôle, sinon de leur méconnaissance, de la rapide expansion de leurs portefeuilles. Cette inquiétude a été nourrie par quelques échecs dramatiques dans les investissements.

Notre fonds de pension a décidé en 1979 une révision radicale de son action, de la stratégie d'investissement et du contrôle de sa direction des investissements. Elle a ainsi découvert qu'elle avait suivi une stratégie à relativement haut risque puisqu'environ 35 % de ses actifs totaux étaient investis dans l'immobilier, ce qui était jugé trop important et qu'en outre le portefeuille était excessivement centré sur des projets à haut risque.

Jusque là, la direction des investissements était relativement libre d'appliquer la stratégie de placement comme elle l'entendait et n'était pas tenue responsable de ses opérations et de ses conseils.

Le résultat de cet examen s'est traduit par une série de changements importants, dont les plus notables étaient :

- le recrutement de conseillers indépendants en placement ;
- une mesure de performance indépendante;
- une estimation indépendante des actifs immobiliers du fonds.

Le recrutement de conseillers indépendants visait à s'assurer que les administrateurs pourraient désormais prendre conseil auprès d'une source différente de celle des gestionnaires de placement afin de vérifier que la stratégie adoptée par le fonds soit bien appropriée à ses objectifs de long terme consistant à adapter les retours sur investissement aux futures dettes.

La mesure indépendante des performances rassure sur la bonne marche de la stratégie de placement et sur le fait que les objectifs de rentabilité sont bien atteints. Elle fournit aussi aux administrateurs des éléments de comparaison avec les autres fonds de pension qui leur permettent de savoir qu'on ne leur a pas demandé d'adopter des allocations d'actifs inhabituelles. Enfin, la mesure de performance confirme la compétence et l'efficacité des gestionnaires du fonds dans leur souci de maximiser la valeur des actifs qui sont sous leur contrôle.

Bien sûr, pour qu'elle serve à quelque chose, cette mesure doit se fonder sur une évaluation précise établie sur des critères communs. Sinon

les résultats n'ont pas de sens. Des experts immobiliers indépendants sont appointés pour fixer la valeur d'open market des portefeuilles, c'est à dire le prix qu'un bien immobilier peut faire à un moment donné. Ces estimations forment alors la base de la mesure de la performance.

En 1980, la mesure de performance pour les fonds de pension en était à ses balbutiements et ne pouvait guère donner plus que des éléments de comparaisons élémentaires.

Pourtant, en 1990, la plus grande partie du marché immobilier institutionnel s'est soumis à cette mesure. Ces estimations ont permis la création de bases de données importantes et détaillées; mais en fait le seul indice réellement utile aux investisseurs institutionnels est l'indice IPD qui est aujourd'hui la norme de la profession.

Ces indices sont désormais un outil essentiel pour le gestionnaire d'actifs immobiliers qui peut développer toutes sortes de stratégies pour structurer un portefeuille.

Il ne faut pas oublier que l'intérêt de l'analyse de performance fournie par les indices dépend de la qualité des données d'évaluation utilisées.

Si ces indices veulent prospérer, au Royaume-Uni ou ailleurs, ils doivent être crédibles; il est donc essentiel que:

- les évaluations soient faites par des experts indépendants;
- une norme d'évaluation commune soit adoptée, à savoir la valeur d'open market;
- les évaluations soient étroitement réglementées soit par la loi soit par une instance gouvernementale;
- l'information soit libre: le marché doit être ouvert, les détails de chaque transaction faciles à obtenir, que ce soit un accord de location ou une vente.

459

Les évaluations faites sur la base de l'open market qui sont des mesures de performance essentielles servent aussi aux gestionnaires de placement dans d'autres domaines. Dans le cas de notre fonds de pension, nous avons dix-huit sociétés membres individuelles créées à partir de la vieille industrie électrique nationalisée. Chacune de ces sociétés possède une part des actifs totaux qui sont détenus dans des séries de douze «fonds communs de placement», dont deux sont en biens immobiliers. Chaque société est libre de faire ses transactions chaque semaine avec les divers FCP à la valeur du marché alors en cours. Pourtant, les transactions immobilières sont limitées à une fois par mois.

La possibilité d'acheter ou de vendre les fonds immobiliers suppose des évaluations mensuelles extrêmement précises, qui nécessitent l'emploi d'experts et exige une dextérité extraordinaire de la part des gestionnaires.

Ce système est maintenant en place depuis dix-huit mois et si nous avons connu des problèmes dûs à la difficulté d'acheter et de vendre de

l'immobilier en période de récession, nous avons trouvé les évaluations remarquablement exactes dans ces conditions de marché volatiles. Cela nous donne confiance dans l'utilité de ces outils communs, à condition que les experts reçoivent les bonnes instructions et soient compétents.