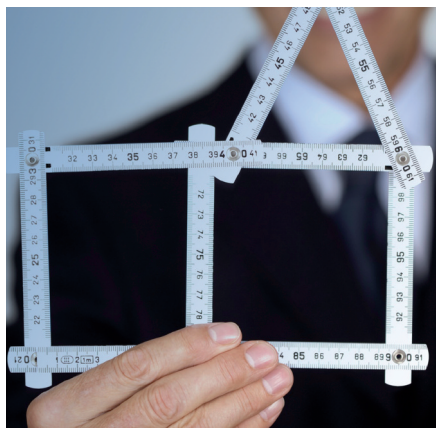


Le risque immobilier : en maîtrise-t-on toutes les composantes ?



Que disent les professionnels du secteur sur leurs risques ? Quels sont les risques auxquels sont exposés les acteurs de l'activité immobilière ? Quelles mesures ont-ils mis en place en face de ces risques ?

A l'heure où les acteurs économiques prêtent une attention nouvelle au risque immobilier, il est pertinent de s'intéresser à l'analyse que pouvaient formuler les professionnels du secteur sur leur propre situation. A quels risques les foncières, les fonds ou les promoteurs sont-ils exposés ? Comment les analysent-ils et quelles dispositions ont-ils prévues pour les gérer ?

Pour répondre à ces questions, les informations figurant dans les rapports annuels publiés en 2008 de 14 sociétés immobilières européennes cotées ont été étudiées : leur perception des risques auxquels elles sont confrontées, les actions qu'elles ont engagées pour les maîtriser. Le panel sélectionné est diversifié se composant à la fois d'investisseurs et de développeur-promoteurs, pour permettre une vision exhaustive de la nature des risques de ce secteur.

L'exposé des risques occupe une part significative des rapports étudiés, avec une moyenne de 10 pages. Certains privilégient une approche synthétique et structurée par des tableaux mettant en regard les risques identifiés et les mesures mises en œuvre. D'autres fournissent une analyse détaillée des causes et des impacts potentiels au travers de développements plus rédigés.

Dans leur approche des risques, certaines sociétés font référence à un cadre normatif reconnu tel que le COSO** (Corio, Metrovacesa, VastNed), le référentiel Turnbull (Land Securities, SEGRO) ou encore le cadre de référence de l'AMF (Unibail-Rodamco). La présentation des risques

s'articule ainsi autour de quatre grands domaines : le risque stratégique, le risque opérationnel, le risque de non-conformité et le risque associé aux financements.

Le risque stratégique

Pour Corio, le risque stratégique est le « risque inhérent » à l'activité immobilière. VastNed le définit de son côté comme le risque de perte de valeur de ses investissements induit par des facteurs exogènes tels que les fluctuations de marché, l'inflation, l'emploi... De fait, les préoccupations liées aux effets d'une baisse de valeur arrivent en tête des risques cités par l'ensemble des acteurs. L'analyse qui en est faite peut toutefois différer selon l'activité des opérateurs. Des promoteurs et développeurs tels que Kaufman & Broad ou SEGRO mentionnent les effets d'une évolution contraire de l'environnement économique qui affecterait le rythme d'écoulement de leurs programmes. L'ensemble des foncières font état du caractère cyclique des marchés lié au déséquilibre conjoncturel entre l'offre et la demande, qui ne permet pas de réaliser chaque investissement ou chaque cession dans les conditions de marché les plus favorables. Klépierre et VastNed sont plus précis et mentionnent le risque lié à la concentration de leurs investissements, qui pourrait ne pas leur permettre de compenser les effets liés à un retournement de conjoncture sur leur segment de marché (pour ce qui les concerne, les centres commerciaux).

Contacts

Laure Silvestre-Siaz, Associée
Tél. : 01 55 61 21 71
lsilvestresiaz@deloitte.fr

Rédouane Bellefqih, Associé
Tél. : 01 55 61 64 10
rbellefqih@deloitte.fr

Acteurs	Pays	Activité	Marché	Patrimoine (Mds€) au 31.12.07
British Land	Royaume-Uni	Investissement et développement	Bureaux, Commerces	24,3
Corio	Pays-Bas	Investissement	Commerces	5,5
Foncière des Régions	France	Investissement et développement	Tous les marchés	18
IVG Immobilien	Allemagne	Investissement, développement, asset management	Bureaux	2,5 (et 10,3 sous gestion)
Kaufman & Broad	France	Promotion	Logement	N/A
Klépierre	France	Investissement et développement	Commerces	11,3
Land Securities	Royaume-Uni	Investissement et développement	Bureaux, commerces	13,9
Metrovacesa	Espagne	Investissement et développement	Tous les marchés	12,9
Nexity	France	Promotion, investissement, services	Tous les marchés	N/A
Realia	Espagne	Promotion, investissement, services	Tous les marchés	3,2
SEGRO	Royaume-Uni	Investissement et développement	Logistique	5,0
Unibail-Rodamco	France	Investissement et développement	Commerces	25,2
VastNed Retail	Pays-Bas	Investissement	Commerces	2,1
Wereldhave	Pays-Bas	Investissement	Commerces	2,7

N/A : non applicable compte tenu de l'activité

ou financiers ou encore l'erreur d'appréciation au moment de la décision d'investissement ;

- le risque de vacance, qui peut s'expliquer par l'obsolescence ou la mauvaise gestion des actifs est cité 5 fois. Ce risque est considéré comme significatif dans la mesure où il peut altérer non seulement la rentabilité des actifs mais aussi, par voie de conséquence, leur valeur de marché ;
- 2 entités évoquent le risque associé à l'externalisation de certains services (gestion locative) ;
- 2 autres mentionnent la rétention du personnel clé de l'entreprise ;
- les promoteurs et les foncières exerçant une activité de développement évoquent, quant à eux, les risques de défaillance des sous-traitants, l'absence de maîtrise des coûts de construction ou encore la mauvaise estimation du rythme de commercialisation. De même sont évoqués les retards dans l'obtention des permis de construire ou autres autorisations administratives qui peuvent impacter la performance financière de l'opération ;
- le risque de fraude est abordé par 6 acteurs selon différentes approches mais ne fait jamais l'objet de développement dans les rapports.

Le risque opérationnel

Le risque opérationnel est traditionnellement défini comme le résultat d'une inadaptation ou d'une défaillance imputable à des procédures, personnels et systèmes internes ou des événements extérieurs. L'exposition au risque opérationnel dépend donc de l'activité et de l'organisation de chaque entité. Aussi la nature des risques abordée dans les rapports annuels est-elle diversifiée et hétérogène (voir graphique) :

- 10 entités citent la mauvaise couverture des actifs par des polices d'assurance ;
- 9 entités mentionnent le risque de crédit. S'il ne constitue pas a priori un risque opérationnel, il est toutefois fréquemment classé comme tel par les acteurs de ce secteur, dans la mesure où il peut être le fait de défaillances de l'organisation conduisant à l'acceptation de locataires insolvables ;
- 7 entités citent le risque d'acquisition, considéré comme celui lié à l'absence de détection de défauts cachés, la carence de diagnostics techniques, fiscaux, juridiques

Risque de non conformité

Le risque de non-conformité peut se définir comme le risque de sanction qui naîtrait de manquements à des dispositions réglementaires ou législatives, en particulier, s'agissant du secteur immobilier, de mesures essentiellement d'ordre environnemental, sécuritaire ou fiscal.

Les prises de conscience des risques sanitaires (amiante, plomb, légionellose, transformateurs au PCB, ...), les mesures relatives à la maîtrise des dépenses énergétiques se sont traduites ces dernières années par la multiplication des textes législatifs visant à assurer la protection des personnes. Les inconnues concernant certaines technologies (Wifi...) soulèvent encore des interrogations qui pourraient donner lieu à de nouveaux développements législatifs. Ces développements expliquent le niveau de préoccupation partagée par l'ensemble des acteurs sur leur conformité aux dispositions juridiques qui leur sont applicables.

« Une large part des entreprises affirment avoir mis en place une procédure d'identification de leurs risques (cartographie). »

La disparité des régimes fiscaux entre les pays et leurs fréquentes modifications sont également de nature à mettre en cause la rentabilité attendue des investissements. C'est pourquoi les risques fiscaux sont évoqués par l'ensemble des sociétés et 7 mentionnent expressément leur crainte d'être exposés à des pénalités ou à une remise en cause de leur statut, compte tenu des difficultés à répondre de façon pérenne aux obligations associées à un régime fiscal spécifique (régime des SIIC ou équivalent).

Risques financiers

Une information précise étant requise par la norme IFRS 7, les risques financiers font systématiquement l'objet d'un exposé détaillé. Le risque de liquidité, c'est-à-dire celui de ne pouvoir faire face à des engagements en raison d'une situation de marché des capitaux, est cité par tous les acteurs. Ainsi, tous évoquent plus ou moins directement les éventuelles difficultés de trésorerie liées à une mauvaise anticipation des besoins. Certains, British Land, Corio, Klépierre, Land Securities, SEGRO, Metrovacesa, VastNed, évoquent l'éventualité d'un resserrement de leurs conditions d'accès au crédit en cas de dégradation de leur notation. D'autres, Klépierre, Foncière des Régions, Kaufman & Broad, Corio, Wereldhave, British Land, mentionnent leur crainte de ne pas être en mesure de respecter les engagements pris lors de signature des emprunts en cours (covenants) et de se trouver dans l'obligation de rembourser leur dette à un moment défavorable.

Le risque de taux d'intérêt est présenté comme le risque de renchérissement des coûts de financement ou encore comme le risque d'utilisation inappropriée d'instruments dérivés. On notera que certains privilégient une analyse des effets comptables des variations de taux d'intérêt sur la présentation de leurs états financiers à une approche économique du sujet.

Enfin sont abordés les risques liés au reporting financier, qui sont définis par VastNed comme le risque que les informations financières fournies en interne ou à l'extérieur soient erronées, incomplètes ou tardives. Unibail comme VastNed et Wereldhave y associent les risques informatiques de pertes de données.

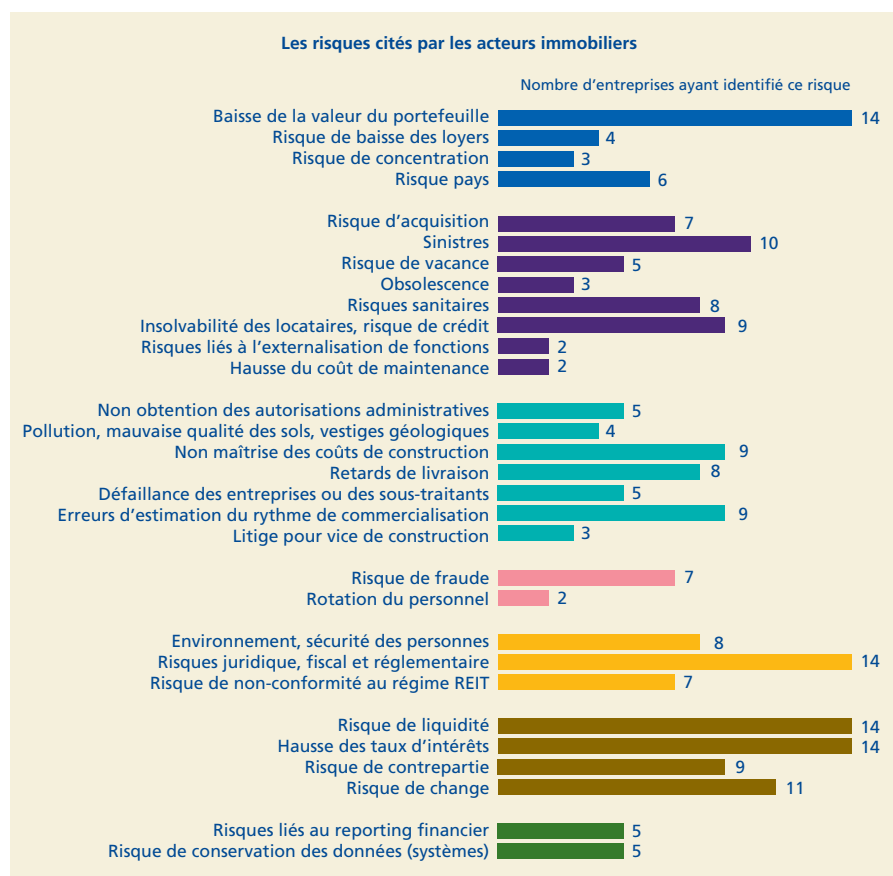
Pour conclure sur ce premier volet de notre analyse, il apparaît, à la lecture des rapports annuels, que trois risques concentrent l'attention des acteurs de l'immobilier : le risque stratégique, le risque financier et le risque de non-conformité. Il apparaît

également que, bien que la nature des risques soit parfois largement développée, aucune société de l'échantillon ne fournit d'élément factuel ou quantitatif qui permettrait d'apprécier son exposition à de tels risques.

L'approche mise en œuvre pour la gestion des risques

L'étude qui précède laisse à penser que les entreprises du secteur immobilier ont engagé une revue de leur exposition aux risques. Ce constat est confirmé par 9 entreprises qui affirment avoir réalisé une cartographie de leurs risques leur permettant de disposer aujourd'hui non seulement d'une identification précise de la nature de ceux-ci mais aussi d'une évaluation de leurs impacts potentiels sur la performance de l'entreprise. British Land précise, par exemple, avoir mis en place « un processus de risk management qui définit les zones de risque et prévoit une méthodologie de cotation des risques fondée sur l'impact estimé des événements de risques et leur probabilité d'occurrence ». Land Securities indique avoir complété son approche de cartographie par une « identification des actions compensatrices, une mesure de l'efficacité des contrôles et l'implication du management. »

« Le dispositif de gestion des risques ne peut, chez l'ensemble des acteurs, être considéré comme complet et effectif. »



4 sociétés font état de chantiers visant à renforcer la gestion des risques ou la structuration du contrôle interne pour 2008. Realia parle d'un « challenge » dans ses objectifs pour 2008. Corio indique que des efforts seront déployés pour intégrer davantage le risk management dans la planification des opérations et le contrôle. Foncière des Régions évoque de son côté la création d'un réseau de correspondants du contrôle interne dans ses différentes implantations et s'engage à plus de précision dans la définition des rôles des sociétés et des acteurs. Nexity prévoit d'achever au cours de l'année les travaux qu'elle a entrepris en matière d'analyse de processus et des risques.

Vraisemblablement en liaison avec la réglementation bancaire et en particulier avec le règlement n°97-02, applicable au groupe dont elle dépend (BNP Paribas), Klépierre indique respecter les éléments suivants : la séparation des deux composantes de son contrôle interne (contrôle périodique et contrôle permanent), la séparation du contrôle permanent en deux niveaux de contrôle, une sensibilité affichée à la lutte anti-blanchiment. Dans cette même logique, d'autres sociétés, comme Unibail-Rodamco, mettent l'accent sur la structuration de leur contrôle interne et le respect de principes tels que la séparation de tâches entre exécution et contrôle, l'existence de procédures formalisées ou la définition de circuits de décisions structurés.

Tous les rapports contiennent enfin une description des mesures ponctuelles destinées à répondre à des risques identifiés : évaluation annuelle des actifs détenus, veille sur le risque

environnemental, recours à des instruments dérivés pour couvrir le risque de taux, négociation des durées de baux en fonction des anticipations sur l'évolution des marchés, mise en place d'un dispositif de suivi de trésorerie, etc... A titre d'illustration, Foncière des Régions indique ainsi être exposée à un risque de remboursement de sa dette en cas de non-respect de conditions prévues par ses contrats de financement et s'astreindre à un pilotage strict de son niveau de LTV (rapport entre montant des dettes et valeur de marché des actifs) et d'ICR (ratio de couverture des intérêts) au travers de la définition de règles prudentielles internes.

Que faut-il retenir ?

Au terme de cette étude, on peut constater que les grands acteurs du secteur immobilier ont clairement pris conscience des risques et des enjeux ainsi que de la nécessité de disposer d'une structure adéquate de pilotage. Cependant, embryonnaire chez certains et limité à la seule identification des risques chez d'autres, le dispositif de gestion des risques ne peut, pour l'ensemble des acteurs, être considéré comme complet et effectif. Certaines mesures semblent encore davantage dictées par des exigences exogènes, telles que des impératifs de gestion (suivi des covenants des contrats de financement) ou des exigences réglementaires (évaluation régulière des actifs), que par la volonté de mettre en œuvre une véritable politique de gestion des risques.

Rares sont les acteurs qui ont mis en place une structure de pilotage des risques

indépendante des départements opérationnels. Le rôle de cette fonction est de tempérer l'approche opportuniste du portfolio manager par une vision du risque, en s'assurant que les pertes possibles sur des actifs ou des opérations de promotion sont circonscrites dans des limites prédéterminées. A l'instar des dispositifs mis en place par les institutions bancaires et financières, cette fonction devrait disposer des moyens humains et informatiques lui permettant d'assurer un suivi des risques efficace. A titre d'exemple, on pourrait imaginer une approche de type VAR (Value at Risk), qui analyserait, sur un horizon de temps donné et avec un niveau de confiance défini, les impacts d'une variation défavorable des principaux facteurs (taux d'intérêt, niveau de loyer, niveau des coûts de construction,...) sur la rentabilité des opérations et investissements.

En conclusion, il apparaît aujourd'hui que les principaux acteurs européens du secteur ont engagé une réflexion sur le recensement, la mesure, voire le pilotage de leurs risques. Pour autant, leur gestion ne semble pas encore avoir été dimensionnée pour garantir que les décisions sont prises dans un contexte de risques contrôlés et surveillés. Dès lors, il semblerait opportun que ces sociétés engagent des travaux en vue d'intégrer la composante risque au cœur de leur dispositif de prise de décision. La période d'incertitude dans laquelle évoluent désormais les sociétés ne peut que les y inciter. ●

* MRICS

** COSO : *Committee Of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*, commission qui établit en 1992 une définition standard du contrôle interne et crée un cadre pour évaluer son efficacité

Achévé de rédiger le 24 novembre 2008

Pour toute question / suggestion sur cette publication, merci de contacter le Comité de rédaction (Directeur de la rédaction : José-Luis Garcia, Rédactrice en chef : Caroline Mauran) à l'adresse suivante : fmarketingfsi@deloitte.fr

La Lettre des Services Financiers est éditée par Deloitte & Associés, S.A. au capital de 1 723 040 €, 572 028 041 RCS Nanterre. 185, avenue Charles-de-Gaulle, 92524 Neuilly-sur-Seine cedex, téléphone : 01 40 88 28 00, télécopie : 01 40 88 28 28. Président de la Direction générale et Directeur de la publication : Jean-Paul Picard. Maquette : Direction de la communication, Studio graphique de Neuilly. Impression : Impressions Jaurès, 10, rue Vicq d'Azir, 75010 Paris. Parution et dépôt légal : décembre 2008. Diffusion gratuite. ISSN 1635-8309.

A propos de Deloitte

Deloitte fait référence à Deloitte Touche Tohmatsu, un Verein suisse (association), et à son réseau de cabinets membres qui sont chacun constitués en entités indépendantes et juridiquement distinctes. En France, Deloitte est la firme membre de Deloitte Touche Tohmatsu et les services professionnels sont rendus par ses filiales et ses affiliés. Pour en savoir plus sur la structure légale de Deloitte Touche Tohmatsu et de ses cabinets membres, consulter www.deloitte.com/about

Deloitte France - 185, avenue Charles-de-Gaulle - 92524 Neuilly-sur-Seine Cedex

Tél. : 33 (0)1 40 88 28 00 - Fax : 33 (0)1 40 88 28 28

©2008 Deloitte & Associés. Tous droits réservés

Direction de la communication - Studio graphique Neuilly

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu