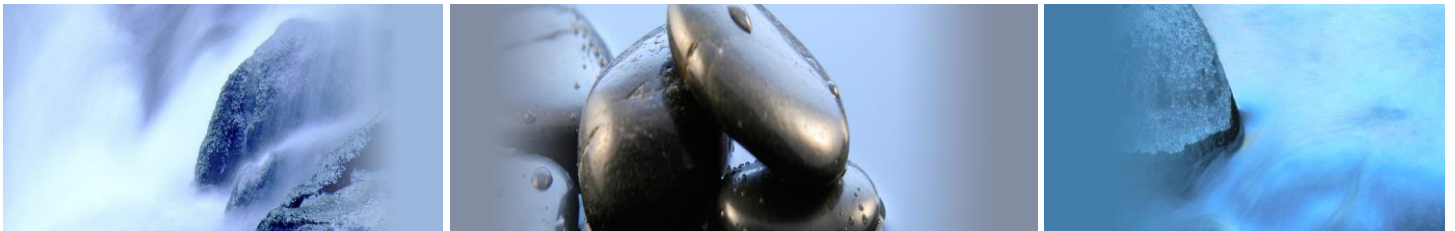




**Investment & Actuarial Consulting,  
Controlling and Research.**



**[www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)**

## Pilotage et gestion des risques immobiliers

# Risques et effets secondaires

Les investisseurs aimeraient savoir comment mesurer, piloter et diversifier les risques de manière pertinente et au moyen de quels instruments. Mais attention: pour pouvoir gérer les risques, il faut savoir repérer les risques en gestation.

Il n'est pratiquement pas d'autre classe d'actifs dont la mise en œuvre s'exprime sous des formes aussi diverses que celle de l'immobilier où la fourchette va du portefeuille d'immeubles d'habitation locaux en détention directe jusqu'aux mandats d'investissement à l'échelle globale. Compte tenu de cette grande disparité, il est normal que les résultats des placements soient également très inégaux: notre analyse des résultats de plus de 360 portefeuilles immobiliers sur la période de juillet 2017 à juin 2018 met en évidence que l'immobilier peut aussi être grevé de risques considérables qu'il s'agit de surveiller de près pour pouvoir les piloter.

### De quels risques est-il question?

Une gestion des risques a pour priorité absolue de réduire la probabilité de pertes importantes qui pourraient compromettre la stabilité financière d'une institution de prévoyance. Certains risques, par exemple les conséquences financières d'une hausse des taux, sont aisément identifiables à l'aide de modèles quantitatifs. D'autres risques, tels que les risques opérationnels, sont difficilement mesurables mais non moins importants. Toute évaluation des risques devrait partir du portefeuille immobilier actuel pour augurer de ce que seront les risques futurs.

Ci-après, nous allons mettre en lumière les risques immobiliers dont un conseil de fondation devrait être conscient.

#### *Risque de stratégie*

Un conseil de fondation devrait connaître le potentiel de pertes dans l'éventualité d'une chute des prix de l'immobilier, y compris dans des situations extrêmes. Ce potentiel peut être modé-

lisé sur le court et le moyen terme à l'aide de simulations quantitatives et de tests de robustesse.

Toutes les classes d'actifs devront être intégrées dans l'analyse du risque immobilier. Car une baisse des prix de l'immobilier se répercutera en cascade non seulement sur le portefeuille immobilier, mais aussi sur le prix des hypothèques, celui des lettres de gage et même des actions. Les principaux titres du SPI (Nestlé, Novartis, Roche) affichent à leur bilan une quote-part immobilière de 6 à 12%; cette proportion est évidemment encore bien plus élevée pour des actions immobilières comme celles de la société Swiss Prime Site.<sup>1</sup> Le risque immobilier effectif est donc généralement supérieur à ce que suggère la quote-part d'immobilier déclarée dans le bilan d'une caisse de pension.

Compte tenu du résultat d'une telle analyse, le conseil de fondation devrait définir la quote-part d'immobilier supportable même en période de crise. Car sinon, l'institution de prévoyance pourrait être contrainte de se séparer d'objets immobiliers dans une période de crise où les liquidités sont rares et les évaluations aléatoires.

#### *Risque de tactique de placement*

Un conseil de fondation doit aussi être capable d'évaluer dans quelle mesure le portefeuille effectif s'écarte des objectifs-cibles stratégiques, le préalable étant que le conseil de fondation ait formulé et approuvé une stratégie immobilière, ainsi qu'une échelle de comparaison représentative.

Les risques de mise en œuvre ne sont pas indésirables en soi, car ils peuvent être source d'un surrendement par rap-

<sup>1</sup> Source: Rapport annuel 2017.

#### EN BREF

Les conseils de fondation ne devraient pas seulement s'intéresser aux objets individuels de leur portefeuille immobilier. Il vaut aussi la peine d'étudier périodiquement quatre dimensions du risque au niveau de tout le portefeuille.

port au marché global en cas de gestion judicieuse des placements immobiliers.

Les indicateurs de risque quantitatifs simples pris à témoin dans d'autres classes d'actifs, par exemple la durée pour le risque de taux ou la volatilité pour les risques de fluctuation, conviennent rarement pour l'immobilier parce que les données y sont de moindre qualité et entachées d'erreurs d'estimation importantes.<sup>2</sup> C'est pourquoi une analyse des risques s'appuiera en premier lieu sur des comparaisons de la qualité structurelle du portefeuille immobilier à l'aide d'une échelle de comparaison choisie par le conseil de fondation pour le marché immobilier.

Malheureusement, les données nécessaires à cet effet ne sont pas toujours disponibles. Les investisseurs obtiennent

<sup>2</sup> Voir Oliver Kunkel et Stephan Skaanes: «Analyse der Volatilitäten und der Zinsrisikoeigenschaften bei Immobilien-Direktanlagen». Swiss Real Estate Journal 12. 2016. pages 27–33.

généralement des informations détaillées sur leurs propres placements immobiliers, qu'il s'agisse de placements collectifs ou en détention directe. Les vendeurs d'indices publient aussi les rendements et certains indicateurs (impayés de loyer, financement tiers, redevances) relatifs au marché immobilier. Mais il est plus difficile d'obtenir des renseignements détaillés sur le portefeuille immobilier sous-jacent à l'indice de marché.

Les chiffres-clés suivants peuvent servir d'étalon dans une comparaison structurelle: répartition par régions, types d'exploitation, taux d'inoccupation et financement tiers. Sur cette base, on pourra expliquer certaines différences de rentabilité. Il existe actuellement des divergences importantes entre régions et villes suisses en termes de vacances et de permis de construire, ce qui se reflète aussi au niveau de la facilité de location d'objets et du potentiel de rendement à long terme.

Le conseil de fondation devrait connaître les principales déviations du portefeuille par rapport à l'indice de marché choisi et les risques liés à ces divergences devraient avoir été évalués. Dans son analyse, il devrait aussi tenir compte du fait que les déviations relatives sont généralement bien saisissables alors qu'il est plus difficile de juger si le risque d'investissement augmente ou diminue à cause des déviations. Prenons par exemple un objet en situation privilégiée: il sera probablement très facile à (re-)louer, mais comportera aussi une forte composante spéculative, de sorte que la perte sera beaucoup plus importante si la bulle spéculative venait à éclater que pour des objets en situation périphérique.

#### *Risques agrégés et d'objet*

Un conseil de fondation devrait aussi faire vérifier périodiquement si son portefeuille immobilier comporte des risques agrégés ou d'objet. Ces risques concernent des objets immobiliers isolés et se manifestent moins, voire pas du tout, dans un portefeuille diversifié. Normalement, il ne relève pas du conseil de fondation de se préoccuper d'un immeuble individuel sa tâche consistant plutôt à se procurer une vue d'ensemble du portefeuille global à travers une analyse indépendante.

L'analyse des risques sera avant tout qualitative et devra par exemple déterminer dans quelle mesure le rendement qu'un objet contribue à la performance du portefeuille dépend de son plus grand locataire. D'autres analyses seront effectuées sur un axe temporel: quel est l'échelon temporel des contrats de bail à durée déterminée, à quels intervalles sont prévues les mises en état (modernisations, réhabilitations)?<sup>3</sup> Un conseil de fondation devrait être capable de discerner si des rendements supérieurs à la moyenne sont le fruit de placements judicieux ou indiquent plutôt que l'on a vécu aux frais de la substance en mettant en veilleuse les transformations nécessaires.

#### *Risques opérationnels*

La tâche de direction implique aussi que le conseil de fondation se penche périodiquement sur l'organisation de sa division immobilière. Dispose-t-elle des ressources et de l'expertise nécessaire pour définir une stratégie immobilière? Lui donne-t-on les moyens d'une gestion professionnelle du portefeuille, y compris la planification des travaux d'entretien sur plusieurs années, l'encadrement des locataires importants et une gestion proactive des contrats de bail qui arrivent à échéance? La complexité de la mise en œuvre devrait être adaptée aux ressources. Une telle analyse de l'organisation et des processus devrait aller très loin et inclure également les outils engagés pour fidéliser les locataires.

#### **Contrôle et pilotage des risques**

Enfin, il est important que le conseil de fondation dispose d'un suivi des activités de placement autorisant une évaluation adéquate, neutre et objective des risques à tous les niveaux et révélant les points d'intervention nécessaires: que signifie le fait de supporter les risques et comment peut-on réduire ces risques ou (si possible) les diversifier? Pour être pertinent, un tel suivi devra être effectué en dehors du mandat de gestion du portefeuille et de l'exploitation des biens immobiliers.

<sup>3</sup> Voir l'article de Daniel Weber: «Améliorer la prise de décisions dans l'immobilier aussi». «Prévoyance Professionnelle Suisse» 9/18, page 87.

Il est rare, dans le domaine du placement immobilier, que des mesures puissent être mises en place avec effet immédiat. Tous les changements doivent être soigneusement planifiés et réfléchis. Les fondements d'une bonne gestion des risques se jettent dans les périodes fastes, dit-on. Car une fois qu'un risque s'est matérialisé, les bons conseils arrivent souvent trop tard. |

**Andreas Reichlin**  
**Oliver Kunkel**

#### **Diversification à l'étranger**

Les caractéristiques d'un immeuble peuvent être modifiées en y mettant les moyens nécessaires, sa situation ne peut être changée. C'est pourquoi les risques liés à la qualité de la situation comptent plus pour les investisseurs de long terme que les risques spécifiques d'un immeuble. Le risque de situation peut et doit être réduit efficacement par une répartition judicieuse. En d'autres termes: la diversification dont les investisseurs reconnaissent les mérites dans d'autres domaines peut et doit aussi s'appliquer à l'immobilier. Mais quelques obstacles devront être surmontés pour pouvoir étendre les engagements à l'étranger. Entre la Suisse et les pays étrangers, il existe des différences considérables au niveau de la structuration des portefeuilles et des marchés immobiliers. En Suisse, les placements immobiliers des investisseurs institutionnels portent avant tout sur les immeubles locatifs tandis qu'à l'étranger, les placements collectifs privilégient les immeubles administratifs ou commerciaux, ou alors ils concernent des types d'exploitations moins fréquents chez nous tels que la logistique, les hôtels ou les centres de traitement de données. La plupart des véhicules à l'étranger opèrent en outre avec une proportion beaucoup plus élevée de capital tiers. Ce qui signifie que les réceptacles immobiliers étrangers comportent généralement un plus grand risque que ce à quoi les investisseurs suisses sont habitués sur le marché domestique. Enfin, un investisseur qui s'aventure à l'étranger devra être conscient du fait que la plupart des formes juridiques y sont moins réglementées et qu'il faudra donc procéder à une vérification complète de leur conformité aux prescriptions de l'OPP 2 qui interdit notamment l'obligation d'effectuer des versements supplémentaires à l'art. 50 al. 4 ou fixe un effet de levier maximal à l'art. 53 al. 5. Enfin, il faudra vérifier si les placements immobiliers étrangers sont à compter dans les placements traditionnels ou dans les instruments alternatifs.

Nous publions chaque année plus de 40 articles spécialisés sur des sujets variés.



Nos experts partagent leur savoir et leurs avis avec le public.



Nous organisons plusieurs conférences chaque année. Découvrez-nous en live.



PPCmetrics AG  
Investment & Actuarial  
Consulting, Controlling  
and Research.  
**En savoir plus**

