

LE TIC, NOUVEL INSTRUMENT DE MESURE DU RISQUE FINANCIER DES FONCIÈRES

Les foncières disposent de deux indicateurs pour analyser leurs risques financiers dans les différentes phases du cycle immobilier. Mais la crise a montré leurs limites. Un autre indicateur est proposé : le taux d'intérêt critique (TIC).

par Daniel Tondu¹ et Laurent Gauville²

Ces dix dernières années, la hausse des valeurs d'actifs et l'existence d'une prime de risque immobilière positive ont incité les managements à poursuivre des stratégies augmentant le niveau des risques financiers. Aujourd'hui, la hausse des rentabilités exigées, provoquée par la crise financière, conduit à une baisse des valeurs d'actifs et à une détérioration des indicateurs de risques traditionnels. Face à ce nouveau paysage, les foncières adaptent leur gestion en cherchant à réduire leur niveau d'endettement par des cessions d'actifs, en reportant leurs projets immobiliers, etc.

Mais disposent-elles d'indicateurs pertinents pour analyser leurs risques financiers ?

Pour juger du risque financier, les critères traditionnels utilisés sont le ratio de couverture des intérêts (ICR) et la *Loan to Value* (LTV). Le premier est un indicateur issu du compte de résultat, qui mesure la capacité de l'entreprise à générer la richesse nécessaire pour faire face à sa charge d'intérêt. Le second est un indicateur issu du bilan, qui mesure le niveau d'endettement net par rapport à la valeur du patrimoine et, par conséquent, la capacité de remboursement du principal.

Des indicateurs imparfaits

La crise financière a révélé les limites de ces baromètres usuels pour apprécier le suivi des risques financiers.

La LTV et l'ICR sont des indicateurs imparfaits pour mesurer la montée des risques dans l'évolution du cycle. Ces indicateurs suivent l'évolution des valeurs d'actifs et des conditions de financement. Ils n'alertent pas sur les conséquences d'un changement de tendance dans l'évolution des valeurs d'actifs et du coût de financement. Ainsi, lorsque la valeur des actifs augmente, l'acquisition d'actifs se traduit par une amélioration de la LTV. En effet, l'actif récemment acquis sera revalorisé par

les experts, faisant mécaniquement augmenter la valeur du patrimoine et par conséquent baisser le poids relatif de l'endettement. De même, l'ICR peut s'améliorer dans une tendance de hausse des valeurs d'actifs, car il dépend de l'évolution de la prime de risque et non du seul niveau de rentabilité des actifs.

Des niveaux stables de LTV et d'ICR peuvent, en pratique, masquer une augmentation de la sensibilité à la hausse des taux. Illustrons ceci par les *covenants* les plus courants : une LTV de 50 % et un ICR de deux fois. Pour respecter ces niveaux de *covenants*, il est nécessaire d'avoir une rentabilité nette des actifs en portefeuille égale au minimum au coût du financement. Ces ratios peuvent être respectés aux différents stades du cycle immobilier (respect pour un rendement de l'actif de 4 % et un coût de la dette de 4 %, tout comme un rendement de l'actif de 6 % et un coût de la dette de 6 %), alors que les risques financiers latents ne sont pas identiques.

Une proposition de nouvel indicateur : le TIC

Pour mieux cerner les risques financiers, nous proposons un nouvel indicateur, le taux d'intérêt critique (TIC), qui prend en compte des éléments de l'actif et du passif du bilan d'une foncière. Le taux d'intérêt critique se définit comme le niveau

	Foncière A	Foncière B
LTV	50 %	50 %
ICR	2x	2x
Rentabilité locative	4 %	8 %
Coût de la dette	4 %	8 %
Taux d'intérêt critique	8 %	16 %

1. Gérant de portefeuille, Gestion 21.

2. Gérant de portefeuille, Gestion 21.

théorique de taux d'intérêt qui conduit à un cash-flow nul. De ce fait, c'est une marge de sécurité face aux risques de hausse du coût de financement.

Il est très différent d'une foncière à l'autre pour un même niveau des *covenants*, comme le montre l'exemple figurant dans le tableau de la page précédente. La foncière A, constituée en haut de cycle, présente un niveau de risque financier latent plus élevé que la foncière B, créée en bas de cycle. Seul le taux d'intérêt critique permet de détecter cette différence de risque financier latent.

Une meilleure congruence actif/passif

Le taux d'intérêt critique présente au moins trois avantages par rapport aux critères traditionnels :

1. Il constitue une référence absolue insensible au cycle des taux et des prix. L'investissement à long terme nécessite la prise en compte du niveau des taux d'intérêt. Le taux d'intérêt critique permet de prendre en compte cet objectif. En effet, le taux d'intérêt critique est une référence absolue, et la modification de l'environnement macroéconomique (variation des taux d'intérêt et/ou des valeurs d'actifs) ne le modifie pas. Par conséquent, il n'incite pas à augmenter le niveau d'endettement, contrairement aux indicateurs traditionnels.

2. Il varie en fonction des actes de gestion du management. Il est modifié par tout acte de gestion de la foncière concernant

son actif et son passif. Il varie suite à une variation de la rentabilité locative du portefeuille (taux de vacance, travaux, acquisition, cession) et/ou à une variation du niveau d'endettement (structuration, acquisition/ cession, distribution).

3. Il permet une discipline sur le contrôle du risque financier latent. Le management peut avoir pour discipline de maintenir un taux d'intérêt critique toujours supérieur à un seuil prédéfini. Chaque acte de gestion peut alors s'analyser comme une augmentation ou une réduction de la marge de sécurité par rapport à ce seuil. Dans le cas d'une foncière ayant une diversité géographique ou d'actifs, ce seuil peut être fixé à des niveaux différents afin de tenir compte des risques immobiliers localisés sous-jacents.

Nous pouvons ainsi noter qu'un seuil de 10 % permet de faire face aux charges d'intérêts, y compris dans un scénario de baisse des loyers en portefeuille de 30 % et d'une hausse du coût de financement de 200 points de base. Notre calcul du taux d'intérêt critique des foncières de la zone Euro rejoint cette référence théorique de 10 % (voir cas pratique ci-contre), avec toutefois des disparités par rapport à ce niveau moyen observé.

En conclusion, le taux d'intérêt critique permet une meilleure congruence de l'actif et du passif des foncières. Il permet à l'investisseur de constituer un portefeuille en offrant une meilleure lecture des risques financiers.

Cas pratique Mesure du risque par la *Loan to Value* et le taux d'intérêt critique (TIC)

Sur la base d'un échantillon de 65 foncières de la zone Euro, nous avons calculé un niveau de LTV et de taux d'intérêt critique par pays. Nous constatons que la mesure du risque financier par la LTV et le taux d'intérêt critique peuvent conduire à une hiérarchie différente des risques. Nous pouvons faire le même constat au niveau des valeurs.

Comparaison des niveaux de LTV par pays					
Finlande	Allemagne	Italie	Belgique	Pays-Bas	France
64 %	60 %	55 %	44 %	41 %	42 %

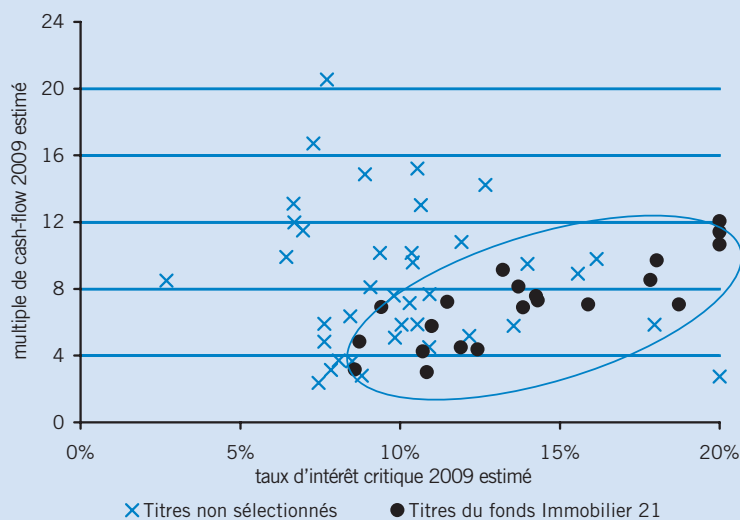
Source : Estimation Gestion 21.

Comparaison des taux d'intérêts critiques par pays					
Allemagne	Italie	Finlande	Belgique	Pays-Bas	France
6 %	8 %	8 %	11 %	13 %	14 %

Source : Estimation Gestion 21.

L'explication d'une hiérarchie différente selon le critère s'explique par le fait que le taux d'intérêt critique, en intégrant le rendement locatif, pénalise, pour un niveau identique de LTV, les portefeuilles à faibles rendements locatifs. Ainsi, l'immobilier allemand, principalement constitué d'actifs de logements à faibles rendements locatifs, se trouve déclassé par le calcul du taux d'intérêt critique.

Sur notre univers de gestion de 65 valeurs, le taux moyen d'intérêt critique 2009 estimé est de 10 %, celui du portefeuille d'Immobilier 21 est de 15 %.



Source : Estimation Gestion 21.