



U – PANTHÉON - SORBONNE – **1**
UNIVERSITÉ PARIS 1

Master 2 ' G E S I I C '

(Gestion Et Stratégie de l'Investissement Immobilier et de la Construction)

Promotion 2008 – 2009

MÉMOIRE DE FIN D'ÉTUDES

Le paradigme de la liquidité dans l'univers des fonds immobiliers non cotés – Défis et perspectives.

Présenté par : Emmanuel TARNAUD.

Travail de rédaction supervisé par M. Pierre GIUDICELLI, Professeur émérite, Université Paris I – Panthéon Sorbonne.

Membres du Jury :

Dorian KELBERG,

Délégué Général, F.S.I.F.

(Fédération des Sociétés Immobilières et Foncières)

Olivier WIGNIOLLE,

Directeur Général, *Allianz Real Estate France*

Le paradigme de la liquidité dans l'univers des fonds immobiliers non cotés – Défis et perspectives.

Sommaire :

I) Les symptômes d'un glissement des fonds immobiliers non cotés vers la liquidité

A.) De l'illiquidité consubstantielle à une liquidité aménagée – L'effort de liquidité des fonds immobiliers non cotés

- Les fonds immobiliers ouverts, foyers historiques d'illiquidité *page 6*
- La SCPI et le serpent de mer de la liquidité... *page 13*
- Le fonds de remboursement, dernier signe d'inflexion du pacte de liquidité *page 22*

B.) L'avènement d'une génération de fonds immobiliers frappés du sceau de la liquidité

- Les fonds ouverts allemands et l'ambition de liquidité intrinsèque... *page 28*
- Les OPCI, ou l'histoire d'un virage assumé vers la liquidité *page 35*
- La consécration des dispositifs d'encadrement des sorties, ultime étape vers la maîtrise globale du processus de liquidité *page 45*

II) Quel avenir pour les fonds immobiliers sur ce chemin ?

A.) Une dynamique appelée à rencontrer de nouveaux leviers

- L'innovation financière comme vecteur de liquidité *page 53*
- Le salut par la croissance ? *page 61*
- La taille, meilleur allié de la liquidité des fonds immobiliers *page 68*

B.) La tentation de la liquidité – Un tropisme en question

- « *La liquidité a un prix...* » *page 69*
- Le désir de liquidité à l'épreuve de l'introspection – Quelles ambitions pour les investisseurs ? *page 73*
- Le magnétisme des fonds immobiliers non cotés pour la liquidité : un destin en jeu *page 79*

« *Citius, altius, fortius...* »

La maxime de Coubertin avait clairement montré le chemin : la performance est un idéal en trois dimensions. L'industrie de la gestion d'actifs pourrait reprendre à son compte la mélodie, elle qui cultive comme un leitmotiv une trinité d'un genre analogue : « Liquidité, sécurité, rentabilité... »

Si cette déclinaison ternaire semble parfois dévoyée, tantôt éclipsée par la seule euphorie rémunératrice des marchés, tantôt sacrifiée sur l'autel dichotomique d'un couple *rendement / risque* peu enclin au triolisme, son axiome ressurgit avec d'autant plus de véhémence chaque fois que la mécanique se grippe ; les évènements récents apportèrent en cela un coup de projecteur funeste, replaçant de facto l'exigence de liquidité au cœur des enjeux.

Historiquement, l'investissement dans la pierre offrait pourtant une toute autre grille de lecture : par essence illiquide, le sous-jacent immobilier impliquait incidemment une certaine renonciation de fait à la liquidité. Mais la sophistication croissante de l'investissement immobilier a contribué à battre en brèche cette conception : avec le développement de la *pierre-papier* d'abord, puis sous l'effet de la financiarisation du secteur, et via la consécration, in fine, de l'immobilier comme une classe d'actifs à part entière, l'idée d'un placement marginal dont les ressorts dérogeraient aux sacro-saints principes de performance s'est peu à peu érodée. Dès lors, l'industrie immobilière ne pouvait plus décemment éluder le défi de la liquidité : c'est là l'un des enjeux contemporains les plus cruciaux.

Dans cette quête perpétuelle du Graal, nombre d'acteurs succombent aux sirènes des marchés boursiers : le vieux fantasme d'un portefeuille immobilier liquide offre ainsi sa projection clairement la plus aboutie, au prix d'un certain nombre de sacrifices incompressibles toutefois (renonciation à la décorrélation offerte traditionnellement par cette classe d'actifs, volatilité accrue, etc.) Mais en marge du compartiment immobilier de la Bourse, les acteurs traditionnels de l'univers non coté naviguent toujours en eaux troubles, ballotés entre les courants d'une ambitieuse alchimie et le ressac d'une martingale illusoire. Le spectre de l'illiquidité plane au dessus des fonds immobiliers non cotés, comme s'il était inscrit dans leur patrimoine génétique. L'histoire renâcle pourtant à entériner la question, et le mistigri de l'illiquidité repasse régulièrement soumettre l'industrie à un nouvel examen de conscience.

La décennie écoulée livre à cet égard un éclairage ambigu, charriant son lot de symptômes annonciateurs d'une probable inflexion, sans toutefois éliminer les réticences habituelles... Au cœur des remous, on retrouve sans surprise le débat de fond entourant les SCPI, véhicule emblématique de la *pierre-papier*, et les récentes difficultés de certaines d'entre elles à honorer les demandes de sortie

au plus fort de la tempête, à l'automne dernier... puis la crise des fonds ouverts allemands, figures de proue du non coté, obligés de fermer pour faire face aux mouvements de décollecte.

Dans le même ordre d'idées, la réflexion qui a présidée à la conception des OPCVI oriente en profondeur le débat, attisé par la préoccupation brûlante de la liquidité en toile de fond.

Plus globalement, la surface d'étude rejoint le sempiternel dilemme soulevé par le modèle même d'un fonds immobilier ouvert... Dans un registre plus technique par ailleurs, les nouvelles règles de gestion de la liquidité des fonds – introduites en octobre 2008 au lendemain de la chute de la banque d'affaires américaine *Lehman Brothers* – ont jeté les bases d'une ère nouvelle dans le traitement de la liquidité, marquée par l'introduction en Droit français de techniques juridiques importées du monde anglo-saxon (*gating, side-pockets, etc.*)

Dans l'air du temps toujours, le consensus qui se dessine en faveur du développement d'un grand marché secondaire organisé permet d'explorer de nouveaux horizons – au même titre que les récents travaux de l'INREV¹ sur le sujet, qui ont vocation à creuser le sillon de la réflexion en offrant un précieux retour sur les attentes des investisseurs. Enfin, dans un souci d'exhaustivité, il convient de prendre en considération les opportunités, multiples et protéiformes, induites par l'émergence du marché des dérivés immobiliers notamment, mais aussi l'envolée des véhicules de type *private equity*, ou encore l'arrivée annoncée des fonds souverains sur le marché... autant de mutations portant en elles des germes de nature à peser sur le débat, et repenser l'approche de la liquidité dans son ensemble.

Inconsciemment, la cause paraît entendue : plus de liquidité, c'est le sens de l'histoire. Pourtant, la réalité apparaît autrement plus nuancée, à la mesure de la complexité de l'enjeu. Le centre de gravité de l'immobilier non coté est-il en train de se déplacer vers une liquidité accrue ?

La "préférence pour la liquidité", chère à Keynes, finira-t-elle par entraîner dans son sillage l'un des derniers bastions notoirement illiquide des portefeuilles d'actifs, à savoir les fonds immobiliers non-cotés ? Dans quelles directions l'industrie peut-elle regarder pour répondre au défi de la liquidité, sans dénaturer l'essence même du placement ? Et, pour aller plus loin dans le raisonnement, est-ce là l'intérêt même des investisseurs, ou existe-t-il un point d'équilibre, au-delà duquel l'immobilier non coté "vendrait son âme" en sacrifiant à l'exigence de liquidité ?

L'arbitrage se révèle particulièrement sensible, mis à mal par les caractéristiques structurelles de l'investissement immobilier, et chahuté par les préoccupations antagonistes des forces en présence.

¹ European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles.

I) Les symptômes d'un glissement des fonds immobiliers non cotés vers la liquidité

L'industrie immobilière partait de loin. Et pour cause : entre immobilier et illiquidité, l'affinité révèle bien plus qu'une terne paronymie. La contiguïté entre les deux termes se nourrit des caractéristiques *intrinsèques* d'un bien immobilier : la pierre figure même sans conteste au Panthéon des actifs illiquides. Figée dans le génome de l'actif immobilier, l'illiquidité devient vite un attribut encombrant : les incompressibles délais de transaction d'un immeuble suffisent à prendre la mesure de cette réalité. Une action du CAC40 peut changer de main des centaines de fois au cours d'une même journée, tandis qu'un immeuble changera de propriétaire une fois tous les 7, 8, 10 ans peut-être... L'acquisition d'un bien immobilier implique effectivement des coûts de transaction, qui alourdissent notablement l'opération (droits de mutation, frais de notaires, etc.).

Cette dépense non récupérable confère un caractère "irréversible" à la décision, et en affecte par conséquent la fréquence... Puis, fondamentalement, les démarches de rapprochement nécessaires entre acheteurs et vendeurs potentiels prennent du temps, et se révèlent coûteuses elles aussi : elles occasionnent des frais de déplacement, d'intermédiation, de commercialisation, etc.

De plus, la rareté et le caractère non-exhaustif de l'information disponible contribuent encore à étirer le processus de transaction dans le temps, et le rendre incertain : en mettant un bien sur le marché, le vendeur ne maîtrise qu'imparfaitement les conditions micro et macro-économiques qui détermineront le délai de réalisation de l'opération ! L'examen des protocoles de *due diligences* INREV de certains fonds non cotés fournit en la matière un ordre d'idée précis : « *un délai de six mois est la norme pour céder un actif immobilier dans des conditions normales de marché.* » L'aléa temporel résultant de cette situation incarne en lui-même le risque de liquidité, sachant que l'incertitude croissante sur le délai de vente pèse à la baisse sur le prix négocié.

Le degré de liquidité d'un bien évolue donc au cours du temps, en fonction de la conjoncture économique et de facteurs locaux propres à chaque actif. Mais de manière générale, plus les délais de vente sont faibles et les volumes de transaction élevés, plus un marché est réputé liquide, naturellement. Concrètement, seules les actions de grandes capitalisations et les obligations d'Etat se montrent réellement liquides... Or en pratique, les investisseurs subissent plus la volatilité qui résulte de cette liquidité qu'ils n'en profitent, en pratiquant des arbitrages permanents !

En matière immobilière, même si la qualité des détenteurs peut dans certains cas influencer sur le prix des actifs, ceux-ci restent massivement valorisés sur la base de leurs cash-flows futurs ; ce critère suffit à réduire de facto l'amplitude potentielle de la volatilité.

Lorsque l'on considère l'immobilier à travers le prisme des fonds non cotés, le sujet prend une résonance tout particulière. A l'occasion d'une étude intitulée *INREV Investment Intentions Survey*², publiée récemment, l'organisme de référence du secteur livre une vision très pointue des défis du moment, tels qu'ils sont perçus par les investisseurs. Parmi les chantiers cruciaux qui se dégagent, le manque de liquidité figure sans surprise en bonne place.

Au chapitre des griefs formulés à l'encontre du secteur immobilier non coté, un certain nombre de problématiques connexes contribuent d'ailleurs à amplifier le constat : les investisseurs stigmatisent souvent la difficulté et le coût du financement par la dette, de même que le manque de capitaux à investir pour les gérants, ou l'impact des mouvements de décollecte sur les fonds... autant de thématiques qui convergent vers la question de la liquidité, et mettent en exergue la nécessité de progresser sur ce terrain.

A.) De l'illiquidité consubstantielle à une liquidité aménagée – L'effort de liquidité des fonds immobiliers non cotés.

Dans l'absolu, il n'existe aucune définition universelle permettant de qualifier la liquidité d'un actif. Ayant longtemps travaillé sur cette notion, *K. Boulding*³ évoque d'ailleurs un concept qui ne brille ni par sa clarté, ni par son caractère facilement mesurable. Mais d'après lui, trois caractéristiques émergent cependant au moment de dégager un consensus : d'abord, le coût de la liquidation d'une position sur une courte période (identifiée sous le vocable *tightness* en anglais, la contraction), puis la faculté d'acheter ou vendre une quantité de parts conséquente, moyennant un impact minimal sur les prix (*depth*, la profondeur), et enfin la propension des prix à se remettre rapidement d'un choc de marché aléatoire (*resiliency*, autrement dit l'élasticité, la résistance). Parallèlement, les travaux de *Black* (1971), *Bagehot* (id.) ou encore *Kyle* (1985) corroborent cette approche, en mettant souvent l'accent toutefois sur un quatrième élément, crucial : l'immédiateté potentielle des transactions. Afin de prendre le pouls de chacun de ces points névralgiques, il suffit de placer le stéthoscope sur les indicateurs relatifs aux volumes échangés, véritables miroirs de l'état de liquidité des marchés. Si l'on soumet par exemple le marché immobilier direct à cet examen, le résultat est révélateur : le volume d'échange constaté sur le continent européen traduit une durée de détention moyenne de 13 années !⁴

² cinquième enquête annuelle de l'INREV sur les intentions des investisseurs, effectuée en passant en revue un panel de 114 acteurs du marché (essentiellement des investisseurs en fonds propres, des fund managers et des gérants de fonds de fonds)

³ On peut citer notamment son ouvrage "*A liquidity preference theory of market prices*" publié en 1944.

⁴ selon une étude réalisée en 2007 par JLL, ce qui tend à démontrer la très faible liquidité du marché, en dépit d'une conjoncture dynamique sur la période envisagée.

Dans l'univers des fonds non cotés plus précisément, l'illiquidité traduit une distorsion⁵ entre la liquidité offerte aux investisseurs, et celle des positions investies. L'engrenage peut ainsi affecter durablement le fonds, les conditions de marché rendant délicate la cession des actifs à leur prix de valorisation... Selon l'Académie américaine des actuaires, dont l'un des groupes de travail s'est penché sur la notion, la liquidité « *est la capacité de satisfaire les demandes de retrait de capitaux dans leur ensemble, y compris les plus inattendues, au moyen des liquidités détenues dans le même temps par le fonds, ou bien grâce à la vente d'actifs* ». Le risque de liquidité renvoie donc à l'hypothèse qui verrait une entité éprouver des difficultés à honorer ce même engagement. Les causes potentielles de retrait des capitaux sont multiples : une rétrogradation de la note de crédit d'une entité financière par exemple, une publicité négative, ou les difficultés d'autres sociétés exerçant dans le même champ d'activité, et plus généralement la détérioration de la conjoncture économique...

La gestion du risque de liquidité fait donc appel à l'art d'anticiper de telles circonstances, et vise à en prévenir les conséquences. Si l'on essaie d'identifier les sources de désagréments potentiels, il apparaît par exemple que le contrôle d'un volume élevé de parts du fonds, par un nombre réduit d'investisseurs, accroît substantiellement le risque de liquidité dès lors que ceux-ci manifestent le désir de se désengager... Particulièrement familier des fonds immobiliers, ce cas de figure concentre à lui seul tout l'enjeu de la liquidité. Le risque apparaît d'autant plus sensible lorsque les investisseurs sont mobiles, c'est-à-dire susceptibles de réaliser des arbitrages fréquents.⁶

❖ **Les fonds immobiliers ouverts, foyers historiques d'illiquidité**

Selon l'INREV, l'investissement dans les fonds non cotés demeure l'option privilégiée par les investisseurs institutionnels désireux d'accroître leur exposition immobilière.

Le placement offre alors deux types de produits à leur sollicitude : les structures ouvertes, dans lesquelles souscriptions et rachats peuvent être effectués sur une base régulière, et les entités dites "fermées", qui requièrent des investisseurs un engagement jusqu'à maturité du fonds.⁷ Appréhender les fonds immobiliers sous l'angle de la liquidité conduit fatalement à négliger les seconds, dans la mesure où leur constitution emporte renonciation de fait à cette ambition. La liquidité des fonds fermés renvoie en effet à un faux problème : les véhicules en question sont charpentés de façon à atteindre d'autres objectifs, de performance notamment, faisant fi de l'illiquidité caractérisée du produit ! L'engagement des investisseurs vaut alors agrément tacite. On ne peut pas parler de risque de liquidité dans ce cas, mais carrément d'illiquidité avérée, et consentie. Il apparaît prématuré toutefois

⁵ (Le terme anglais 'mismatch' reflète sans doute le concept avec plus de pertinence encore)

⁶ L'anticipation du phénomène relève en l'espèce du pur calcul stochastique.

⁷ Dépassant aujourd'hui ce clivage traditionnel, un nombre croissant de véhicules se développe dans un registre qualifié parfois de "semi-ouvert" : autrement dit, des fonds profilés pour offrir de la liquidité aux investisseurs, tout en apposant un certain nombre de garde-fous afin d'en maîtriser le flux : frais de rédemption, périodes de préavis, système de lock-up, etc.

de les exclure totalement du champ d'étude, sans autre forme de procès : la piste d'un fonds fermé n'est pas, en elle-même, incompatible avec l'idée d'un marché secondaire efficient – d'un point de vue strictement technique, du moins. Ceci précisé, toute la pertinence du débat sur la liquidité se concentre néanmoins du côté des structures ouvertes.

Les fonds immobiliers ouverts⁸, majoritaires aujourd'hui, ont été développés en vue de constituer une alternative plus liquide aux fonds fermés traditionnels, qui engagent les investisseurs sur une période fixe (comprise entre 7 et 10 ans le plus souvent). En apportant aux investisseurs la promesse d'une liquidité théorique, ces structures ouvertes offrent plus de flexibilité aux managers pour acheter et vendre leurs immeubles dans des conditions de marché appropriées, suivant un *timing* judicieux. L'investissement dans un FIO peut donc tout à fait prendre la forme d'une contribution en numéraire, de portée modeste, quand bien même l'actif sous-jacent révèle un bien de qualité haut de gamme. En retour, leur gestion requiert un savoir-faire très pointu, pour faire correspondre des flux d'actif et de passif totalement aléatoires.

Généralement, les investisseurs ne peuvent prédire dès l'instant de leur engagement les délais dans lesquels ils seront amenés à exercer leurs prérogatives de liquidité⁹ ; c'est cette incertitude qui les pousse à rechercher dans les fonds immobiliers une véritable "assurance implicite" de liquidité, comme l'ont démontré *Diamond et Dybvig* (1983) à propos des dépôts bancaires.

La tentation d'inscrire les fonds immobiliers dans ce registre de liquidité *garantie* a toujours été vivace. Au milieu des années 80 déjà, le fonds hollandais *Rodamco* (qui faisait alors figure de poids lourd sur la scène internationale) avait construit son succès sur un tel engagement : la société *Robeco*, qui assurait sa gestion, menait une politique de "garantie tacite" des prix. Pendant onze années consécutives, le fonds mit ainsi un point d'honneur à racheter à *la NAV*¹⁰ les parts de tout investisseur désireux de vendre. Mais le modèle vertueux finit par s'effondrer inéluctablement, au début des années 90, sous l'effet conjugué de la hausse des taux d'intérêts et de la chute des prix de l'immobilier aux Etats-Unis. Confronté à une vague de décollecte sans précédent, le groupe dû se résigner à clore le fonds, basculant du même coup dans l'univers des placements cotés. Sur la même période, l'expérience australienne des fonds immobiliers ouverts amène à des conclusions semblables : c'est d'ailleurs le gouvernement en personne qui était intervenu là-bas pour imposer un gel des remboursements pendant douze mois, de façon à prévenir un effondrement massif de tout le secteur.¹¹

⁸ Pour des commodités de rédaction, nous reprendrons ici le sigle FIO tel qu'il est utilisé par la Commission Européenne pour désigner les fonds immobiliers ouverts

⁹ Cette illiquidité semble d'ailleurs gravée dans le marbre : cf. le règlement du CSSF Luxembourgeois (où la grande majorité des fonds sont domiciliés), qui impose aux fonds de mentionner noir sur blanc sur son prospectus que « *les investisseurs doivent être conscients que la rédemption pourra être suspendue ou différée, en cas d'illiquidité potentielle des investissements sous-jacents. Dans de telles circonstances, l'investissement dans le fonds pourra être prolongé au-delà de la période initialement envisagée par les investisseurs.* »)

¹⁰ *Net Asset value*, c'est-à-dire au prix de l'actif net réévalué

¹¹ en 1992, le gouvernement australien força les fonds immobiliers à opter pour un modèle coté, afin d'empêcher tout étrangement du marché secondaire.

En l'état actuel, une douzaine de pays membres de l'Union Européenne ont adopté des modèles de fonds immobiliers ouverts. On observe avec intérêt que ces véhicules présentent des profils d'investissement très semblables, mais que les dispositions relatives à leur liquidité, en revanche, varient sensiblement d'une législation à l'autre...

Le modèle anglais constitue une référence en la matière. En dépit d'un volume de capitalisation modeste, les véhicules immobiliers ouverts ont toujours rencontré un certain succès Outre-manche, bien avant l'introduction des fameux *UK-REITs*¹² sur la place londonienne en Janvier 2007. Fleuron du secteur, les *UK Authorized property unit trusts (APUT)* appartiennent à la famille non cotée, et sont ouverts au grand public. D'un point de vue technique, la valeur des parts d'*APUT* est publiée quotidiennement, et le marché, très transparent, fait l'objet d'indices trimestriels. Au moment d'adapter leur silhouette aux exigences de liquidité, le choix du législateur britannique s'est porté sur une orientation classique : autoriser la détention d'actifs liquides (poches monétaires, actions, etc.) dans le portefeuille du fonds, en marge des propriétés immobilières. Les limites à cette "servitude de passage" – pour reprendre un terme propre au jargon immobilier – s'imposent d'elles-mêmes : les fonds doivent rester investis de manière prédominante dans la pierre, dans le souci de conserver une identité immobilière. C'est là une condition *sine qua non* de performance, sans laquelle les objectifs de rentabilité ne pourraient probablement pas être atteints ; cet impératif doit donc être intégré dans les quanta d'allocation des fonds. Les gérants peuvent faire à appel à l'endettement par ailleurs, à hauteur de 10% de la NAV¹³. Mais historiquement, les coûts de financement pratiqués sur les bords de la Tamise restant supérieurs aux taux de rendements immobiliers, les gérants ne sont guère enclins à recourir au levier... Enfin, les fonds détiennent la faculté de suspendre le négoce, mais cette fermeture du marché secondaire n'a vocation à s'appliquer qu'en dernier ressort.

A l'épreuve du feu, le système semble avoir honorablement résisté. Aucun véhicule *retail* n'a eu à suspendre les mouvements de liquidité, en dehors du périmètre des fonds éligibles à la directive UCITS.¹⁴ On observe d'ailleurs que ceux qui ont actionné cette prérogative étaient des fonds de pension, dans lesquels l'allocation en immobilier direct avoisinait les 100% ! (On peut regretter ici l'amalgame fréquent opéré dans la couverture médiatique des événements...)

Faut-il pour autant s'arrêter à ce constat encourageant ? Si l'on aborde le sujet de la liquidité sous un autre angle¹⁵, les chiffres du marché britannique révèlent une réalité moins reluisante. Sur l'année 2006 par exemple, en pleine effervescence du secteur, les cinq plus grosses capitalisations du secteur coté ont connu un *turnover* moyen de leurs parts de plus de 140%. Or, sur la même période, les

¹² *Real Estate Investment Trusts*, l'équivalent de nos SIIC françaises

¹³ montant susceptible d'atteindre le plafond de 20%, lorsqu'un prêt garanti vient s'y adjoindre

¹⁴ *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*, Directive européenne visant à promouvoir un passeport commun dans l'univers des fonds d'investissement.

¹⁵ la vision développée ici s'appuie notamment sur les travaux de Philip Nell, de *Morley Fund Management*

cinq fonds immobiliers non cotés les plus importants du Royaume-Uni ont affiché un *turnover* de 7% seulement... Le tableau varie selon les marchés considérés, mais le message reste sensiblement le même : les fonds non cotés manquent indiscutablement de liquidité !

Un premier élément d'explication nous ramène à la genèse de ces véhicules non cotés. Au Royaume-Uni par exemple, les premiers fonds furent souvent l'apanage de grandes compagnies d'assurance, externalisant leurs actifs au sein de schémas collectifs d'investissement. Certaines voulaient accéder à une capacité de gestion conçue sur mesure, d'autres attendaient de tirer les bénéfices de rendements "*leveragés*", d'autres encore souhaitaient réduire le risque spécifique de cette classe d'actifs, à travers une réallocation de leur exposition... Mais en définitive, la plupart d'entre elles n'avaient pas comme but premier de tirer parti de leur bagage immobilier à des fins de liquidité ! Les institutions sensibles à cet objectif choisissaient d'ailleurs des structures d'investissement cotées le plus souvent. (A travers des sociétés domiciliées à Guernesey par exemple, pour des motifs fiscaux). La raison principale pour laquelle les investisseurs initiaux s'engageaient dans ces fonds immobiliers n'était donc absolument pas liée au souci d'améliorer la liquidité de leurs positions, et le marché secondaire restait par conséquent apathique. Depuis quelques temps cela dit, les dynamiques qui sous-tendent le marché témoignent d'un changement perceptible, au Royaume-Uni comme sur le continent, et les années à venir devraient s'annoncer de ce point de vue sous le signe du renouveau.

Après le sévère traumatisme de marché de 2001¹⁶, les investisseurs ont développé une conscience aigüe du risque de liquidité associé aux investissements de long terme. Sitôt le crash des valeurs en actions acté, l'immobilier bénéficia d'un report massif des volumes d'épargne. En quête d'un support peu volatil, les investisseurs plébiscitèrent alors les supports non cotés, les fonds immobiliers ouverts en tête : ceux-ci leur promettaient une faible volatilité sur les niveaux de rédemption¹⁷, grâce aux méthodes d'expertise des immeubles lissées dans le temps. A la faveur de ce mouvement s'est renouvelée "l'assurance tacite" de liquidité, qui recueillit les suffrages des particuliers comme des institutionnels, et fit décoller la collecte pendant les années qui suivirent. Désormais considéré comme une classe d'actifs à part entière, l'immobilier vit les volumes d'investissement croître de façon exponentielle ; l'afflux massif de capitaux faisant disparaître des écrans radars les difficultés inhérentes à l'illiquidité de la pierre...

Fatalement, le plongeon des marchés consécutif à la chute de *Lehman Brothers* allait condamner les fonds immobiliers à un réveil brutal : l'industrie connut alors un véritable coup d'arrêt, ravivant une fois de plus les sempiternelles questions autour de la pertinence d'une structure ouverte. Au Royaume-Uni, en Irlande, en Allemagne, en Espagne, partout les investisseurs soudain à court de

¹⁶ consécutif à l'onde de choc propagée sur les marchés par les attentats du 11 septembre 2001, puis à l'explosion de la bulle internet

¹⁷ Nous utiliserons délibérément le terme "rédemption" pour désigner les prérogatives de rachat des parts, sur le modèle de l'anglicisme *redemption*, largement répandu dans le giron des fonds d'investissement.

liquidités ont massivement exercé leurs prérogatives de retrait. Ce rush vers la sortie contraint de nombreux fonds à verrouiller les issues, sous peine de compromettre la survie des véhicules. Les gérants ont dû alors une nouvelle fois s'employer de manière isolée pour répondre au défi de la liquidité, selon les outils mis à disposition par chacune des législations nationales, très disparates. Si les dispositions diffèrent encore sensiblement entre les pays, l'initiative UCITS marque toutefois le début de l'effort d'harmonisation à l'échelle européenne, et devrait permettre à l'avenir d'appréhender le sujet de manière concertée.

Dans le cadre de ce projet, la Commission Européenne a publié le 13 mars 2009 un rapport sectoriel, dont l'objet consistait à analyser le marché européen des fonds immobiliers ouverts. Le rapport s'est volontairement focalisé sur ce type de produit plutôt que sur les autres formes d'investissements immobiliers ; il faut y voir en creux la volonté de jeter les bases d'une structure immobilière européenne qui convienne aux investisseurs de détail, dans la lignée des OPCVM.¹⁸ Les conclusions développées ne représentent pas nécessairement les vues de la Commission : le rapport se veut une simple force de proposition, et s'attache à cette occasion à dessiner les contours d'un éventuel régime unique de fonds immobilier ouvert. Son contenu, comme les réactions qu'il suscite, apportent ici une contribution significative au débat de la liquidité.

Au cœur des discussions, c'est la question de la suspension potentielle des demandes de sortie qui apparaît tout particulièrement polémique. D'aucuns évoquent un risque inacceptable pour les investisseurs, tandis qu'une partie des sociétés de gestion salue la mesure, jugée salutaire. Le rapport d'experts prend alors clairement position : *« les fonds ouverts en difficulté ne devraient pas être forcés à vendre les immeubles à prix bradé. A la place, ils devraient être autorisés à faire usage d'un kit d'outils conçus pour contrer le rush vers la sortie, tels que des emprunts de court terme, ou une restriction quantitative des retraits. »* Et les experts d'ajouter : *« (...) si ces instruments se révélaient encore insuffisants, les fonds immobiliers ouverts pourraient alors suspendre les rachats à titre provisoire, [pour se ménager le temps de] vendre des actifs sans être dos au mur, et générer ainsi les volumes de liquidités espérés. Les expériences antérieures ont ainsi démontré que ces instruments, usés avec à-propos, permettaient aux fonds de résoudre leurs problèmes de liquidité et de renouer avec le succès. »* Préalablement à tout développement technique, le groupe de travail se déclare en outre convaincu que des rédemptions fréquentes représentent une condition essentielle à l'attrait des fonds immobiliers auprès des investisseurs de détail. Un tel constat n'implique pas forcément que les parts de fonds doivent être négociées quotidiennement, comme c'est le cas sur les marchés les plus matures ; le régime idéal devrait plutôt permettre à plusieurs schémas différents de coexister. Mais en tout état de cause, ceux-ci devraient être en mesure de rembourser au moins une fois par trimestre.

¹⁸ Organismes de placement collectif en valeurs mobilières

A cet égard, le seuil des 10% de liquidités devrait permettre aux fonds immobiliers d'être parés face aux mouvements de décollecte les plus alarmistes, et dissiper ainsi toute menace d'illiquidité latente. Concernant les modalités de prévention des crises de liquidité maintenant, les recommandations fusent. Pour agir à la source du mal, les premières mesures concernent logiquement le dispositif d'expertise des immeubles sous-jacents : « *les avoirs immobiliers détenus dans le portefeuille du fonds devraient faire l'objet d'une évaluation indépendante et régulière, reposant sur des normes d'évaluation internationales, au moins une fois par année civile, afin de déterminer la valeur de marché des biens.* » L'effort de transparence s'inscrit dans la même direction : « *Les FIO devraient divulguer en toute transparence leurs politiques tarifaires, dans leur intégralité. Ils devraient également exposer à l'intention des investisseurs leur politique d'investissement à long terme, et indiquer précisément dans quelles circonstances le rachat des unités peut être suspendu.* » Enfin, le plaidoyer pour l'endettement entérine une pratique déjà largement répandue (ne dit on pas que la dette est le lait maternel de l'immobilier, après tout...), validant sans réserves le modèle basé sur le levier. Le rapport recommande en effet aux fonds ouverts de prévoir la faculté d'emprunter jusqu'à 60% de leurs actifs immobiliers, et dispose que « *la liquidité minimale pourrait être complétée par des solutions alternatives, comme des garanties bancaires ou des lignes de crédit (...)* »

Il convient, à ce stade, de modérer la portée des préconisations effectuées. On a pu constater par le passé que certaines mesures, visant à améliorer le contrôle de la liquidité, s'avèrent en réalité contre-productives. Dans l'œil du cyclone, on distingue tout particulièrement la décision de fermer un fonds immobilier¹⁹, censée endiguer la fuite des capitaux. Une étude remarquable de *Bannier, Fecht et Tyrell*²⁰ démontre ainsi qu'au lieu de permettre au véhicule de s'organiser dans des conditions sereines, pour honorer les demandes de sortie, cette mesure contribue au contraire à accentuer la vulnérabilité des fonds en temps de crise. Tandis que certaines observations pointent l'efficacité d'une telle politique au niveau micro-économique²¹, les répercussions *macro* seraient bien plus discutables.

De manière empirique, on a constaté à quel point la fermeture d'un seul fonds (parmi les plus importants de la place, comme ce fut le cas en Allemagne) pouvait avoir des répercussions négatives sur l'ensemble de la place. Avec le degré d'intégration des marchés, la décision de clôturer temporairement un fonds, aussi isolée soit-elle en apparence, ne saurait en effet constituer un épiphénomène : elle affecte implacablement la stabilité des autres véhicules semblables, et porte ainsi les germes d'un effondrement global de l'industrie immobilière non cotée – à l'échelon national, du

¹⁹ La fermeture d'un fonds est matérialisée par l'engagement pris par les souscripteurs d'investir un montant total défini, sur une période de trois à cinq ans. Ce montant est souvent appelé par tranche successive, en fonction des opportunités d'investissement identifiées par l'équipe de gestion. Chaque appel de fonds donne lieu à la prise d'une participation, de la part du fonds, dans des actifs immobiliers. Dans les premières années de la vie d'un fonds, les appels de fonds sont donc supérieurs aux distributions, puis les flux s'inversent, jusqu'à la réalisation de l'intégralité du portefeuille.

²⁰ "Open-end real estate funds in Germany – Genesis and crisis", 2007

²¹ à l'échelle du fonds concerné, en l'occurrence.

moins. Dans un tel scénario, l'influence de la fermeture sur les prix de l'immobilier constitue un premier canal de contagion : en réaction à une difficulté ciblée, le fonds en souffrance est amené le plus souvent à liquider une partie de son portefeuille, absorbant alors une partie la liquidité disponible sur le marché immobilier. L'effet "buvard" enclenche alors la mécanique déflationniste :

plus le couloir de liquidités se resserre, plus les prix du marché immobilier se contractent, la faute à une demande insuffisante – ou à une suroffre, c'est selon. Dans la foulée, les expertises répercutent légitimement la baisse de valeur des immeubles sur le prix des parts, et les fonds immobiliers dans leur ensemble en subissent les conséquences dommageables. L'effet *domino* semble donc quasi inéluctable : la déprime du marché met à mal la liquidité de l'ensemble des fonds immobiliers, chacun d'entre eux attisant à son tour la dynamique baissière en vendant des actifs pour assurer sa propre liquidité. Prendre la décision de fermer le fonds revient alors à scier la branche sur laquelle les fonds immobiliers ouverts sont assis : en procédant ainsi, ils accélèrent mécaniquement la chute des prix, et éprouvent ensuite les pires difficultés à lever la liquidité espérée. Il s'agit donc d'une mesure à utiliser avec parcimonie, dans des conditions de marché très particulières, et strictement encadrées.

A contrario, certaines mesures dont l'objectif premier n'est pas de soutenir l'effort de liquidité, s'avèrent remplir ces fonctions dans les faits : c'est le cas notamment des commissions prélevées lors de la souscription, instaurées initialement pour couvrir les frais de distribution. En pratique, ce prélèvement agit comme une barrière à l'entrée, qui dissuade les opportunités d'arbitrages trop fréquents... De surcroît, cette dépense initiale allonge naturellement l'horizon d'investissement, puisqu'il faut souvent attendre une année au moins pour bénéficier d'un rendement positif !

Un tel engagement implique donc de se projeter à long terme pour extraire toute la moelle du produit, laquelle dépend étroitement du cycle de maturité des immeubles...

Le traitement de la liquidité dans les fonds immobiliers ouverts ne peut donc suivre une logique totalement cartésienne. Outre des compétences techniques, elle requiert un esprit de discernement commercial et une certaine vision éclairée du marché, pour prédire le niveau des remboursements de parts. Le défi du gérant consiste alors à maintenir un niveau de liquidité suffisant pour saisir les opportunités d'investissement qui se présentent... On pourrait arguer que cet enjeu maintient les gérants sous pression, combattant de facto le risque idiosyncratique de liquidité des fonds immobiliers.²² C'est là la clé d'une gestion efficace, qui parvient à assurer la liquidité pour les investisseurs sortants tout en maximisant la performance distribuée aux investisseurs de long terme...

²² c'est l'idée développée notamment par *Fama et Jensen* (1983).

Confrontée à ces exigences depuis plusieurs décennies, la pierre papier française traduit bien l'évolution des pratiques en la matière.

❖ **La SCPI et le serpent de mer de la liquidité...**

Véritables dinosaures de l'univers non coté, les Sociétés Civiles de Placement Immobilier renvoient depuis près de 40 ans l'image du placement "bon père de famille". Au gré des décennies de collecte, l'épargnant s'est familiarisé avec les vertus du produit : placement de long terme, incluant la possibilité de se financer à crédit, envisagé comme un complément de revenus régulier ou un levier d'épargne retraite appréciable... La question de la liquidité en revanche, puisque c'est là notre angle d'étude, constitue précisément la pierre dans le jardin des SCPI : l'enjeu cristallise les critiques formulées à leur encontre au fil du temps, comme une épine dans le pied des sociétés de gestion.

La première grande crise existentielle surgit en 1993, dans le sillage de l'effondrement du marché immobilier. Jusqu'alors, la société de gestion contrôlait l'animation du marché secondaire : en s'appuyant sur la valeur d'expertise des immeubles, elle endossait elle-même le rôle de conseil des parties lors de la fixation du prix, en publiant dans ses bulletins d'information les valeurs retenues. La cession des parts s'effectuait ensuite grâce à son intermédiaire (en échange d'une commission), au prix conseillé. C'est ainsi que les SCPI montèrent en puissance dans les années 80, sans que rien ne vienne contrarier leur sérénité. Puis à l'aube des années 90, l'équilibre tant vanté vacilla. L'étincelle qui mit le feu aux poudres jaillit au cœur d'un arsenal législatif : la loi du 4 janvier 1993, vouée à réglementer le prix des parts. Conçue pendant la période de surchauffe des prix de l'immobilier, au début des années 90, cette initiative prudentielle fut malencontreusement "pensée" à contre-cycle, et allait se révéler cruellement nocive pour la santé des SCPI. En imposant que les échanges s'opèrent à la valeur d'expertise des biens, cette mesure fit payer une note salée à l'ensemble de la place : dans un contexte de marché immobilier en chute libre, les expertises – espacées dans le temps – ne répercutaient la baisse sur le prix des parts qu'avec un temps de latence. De fait, aucun investisseur ne souhaitait se porter acquéreur au prix fort ! Le mode opératoire se révélait donc tout à fait inopportun, soulignant l'inadéquation entre le *pricing* du marché physique et celui des titres censés le représenter... La sentence ne se fit pas attendre : le marché secondaire s'essouffla très vite, jusqu'à se bloquer littéralement. Diagnostic sans appel : pure crise de liquidité !

La crise immobilière accentua de surcroît l'effet boule de neige, nourrissant la défiance vis-à-vis d'un placement dont le sous-jacent apparaissait molesté... Une fois la spirale infernale enclenchée, les départs de feu se sont multipliés. Sur un premier front, les expertises prenaient acte de la

dévalorisation du patrimoine, impactant inlassablement le prix des parts à la baisse. Et concomitamment, les sociétés de gestion entreprenaient elles-mêmes de baisser leurs prix, dans le souci de fluidifier un marché secondaire encombré de titres trop chers, qui ne pouvaient trouver preneur...²³ Mais à ce stade hélas, un premier constat s'impose : la baisse arbitraire du prix des parts n'est efficace que si le marché secondaire se rétablit rapidement, et que les taux de rendement remontent ! Autrement elle se révèle sans effet, engluée dans une dynamique déflationniste... En pratique, certains gérants préfèrent donc miser sur un prix de cession élevé tout en facilitant l'organisation d'un marché parallèle, sur lequel les vendeurs sont encouragés à solder leurs parts. C'est précisément ce choix stratégique qui allait engager une partie de l'industrie sur le chemin d'un marché "gris", comme nous allons le voir un peu plus loin.

De manière générale, la liquidité du placement se mesure au flux de reventes enregistrées sur le marché d'occasion. Et à cette lueur, le verdict apparaît sévère : fin 94, l'IEIF²⁴ estimait la taille du marché secondaire à 3,81% de la capitalisation totale des SCPI... soit un volume avoisinant les deux milliards de francs en attente !²⁵ (l'équivalent de 7 mois de collecte, *grosso modo*).

Étonnamment, lorsque l'on s'interroge sur les raisons du déséquilibre, ce n'est pas tant le volume des sortants (loin d'être excessif) qui semblait incriminé, mais bien la faible quantité des souscriptions nouvelles. Au rang des éléments historiques susceptibles d'attirer l'attention par ailleurs, un constat interpelle tout observateur avisé de l'époque : certaines SCPI n'avaient, dans le même temps, aucune part en souffrance... et faisant fi des difficultés, étaient même obligées d'établir des listes d'attente pour les acheteurs ! Troublante asymétrie...

Que faut-il y voir, en creux ? La seule virtuosité des gérants suffirait-elle à justifier le paradoxe ? Accordons-leur une part du mérite, mais l'investigation ne saurait s'arrêter à ces considérations flatteuses... Un autre élément semble effectivement avoir joué un rôle majeur : la taille. L'expérience semble indiquer qu'un véhicule performant doit réunir au moins 1000 porteurs pour assurer un flux suffisant, sans quoi la moindre succession apparaît de nature à embourber la place... (Et pour cause : la pratique notariale s'applique souvent à vendre en priorité les parts de SCPI, pour régler les droits de succession).

L'onde de choc traversée par les SCPI fut rude, nécessitant plusieurs années avant d'être intégralement absorbée. Pour sortir de cet engrenage négatif, la mise en place d'un marché gris s'est donc imposée, à partir de 1996, sous l'impulsion d'une poignée de gérants. De manière très prosaïque,

²³ Lorsque le contingent de parts en attente excédait pendant plus de 6 mois le seuil de 5% du stock total, la loi imposait la convocation d'une assemblée générale, qui pouvait décider de répercuter la baisse jusqu'à 30%. Les organismes de gestion tentaient donc régulièrement de prendre les devants, en demandant la permission à la Commission des opérations de Bourse d'acter elles-mêmes la baisse des prix.

²⁴ Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière (www.ieif.fr)

²⁵ Pour prendre la mesure du phénomène, on estime généralement qu'au-delà de 3% des parts en attente pendant plusieurs mois consécutifs, le marché peut être considéré comme encombré. Celui de l'époque était donc profondément engourdi !

il s'agissait d'organiser sur le tas la revente des parts : façon artisanale d'apporter une réponse au problème de liquidité. A l'usage, l'initiative s'avéra néanmoins salutaire, et son principe fut d'ailleurs ratifié quelques années plus tard par les textes.²⁶ Dans les faits, le système pâtissait cependant d'un inconvénient majeur : malgré l'économie appréciable des frais de commissionnement, le prix conclu demeurait généralement bien en-deçà du montant conseillé par la société de gestion ! Conçus dans l'urgence, ces marchés 'gris' étaient donc loin de faire l'unanimité, et leurs détracteurs faisaient feu de tout bois : opacité des transactions, rôle ambigu des sociétés de gestion accusées de tirer les ficelles de ces marchés parallèles, pricing nébuleux, décote trop importante entre prix conseillés et prix de cession effectifs, etc.... la liste des griefs était longue.

Le législateur est donc intervenu pour mettre fin à ces attermolements, et clarifier le régime des cessions de parts de SCPI. L'objectif désigné – la fluidité du marché – semblait alors fédérateur, et les moyens mis en œuvre emportèrent un large consensus. Désormais, toute référence à un prix de cession 'conseillé' fut bannie et remplacée par la notion de 'prix d'exécution', résultat de la confrontation périodique entre offres et demandes figurant sur le carnet d'ordres. L'immense mérite de cette réforme, outre son pragmatisme bienvenu, fut de rendre moins opaque la fixation du prix des parts, contribuant du même coup à renforcer la confiance des investisseurs.

De l'avis de tous, la reconnaissance du système introduisit la transparence qui faisait défaut au produit, et plaça les associés sur un pied d'égalité. Guy Marty, Directeur de l'IEIF, soulignait de surcroît l'opportunité conjoncturelle : « *[Le nouveau système] sera rodé dans un contexte favorable pour les SCPI, qui enregistrent en 2001 de bons rendements ; cependant, il ne fonctionnera bien que si ce marché secondaire est liquide : le taux de rotation des parts de SCPI est évalué à 3 % de la capitalisation, mais cette réglementation du marché de la revente va, sans conteste, attirer de nouveaux investisseurs* ». Le marché officiel a donc été réformé de manière empirique, sur le modèle du marché gris, instaurant à cette occasion « *un véritable marché de confrontation, calqué sur le système des marchés boursiers, doté d'un cadre juridique, et avec comme interface les sociétés de gestion* », pour reprendre les termes de l'ASPIM.²⁷ Inévitablement, on est tenté de se demander si cette évolution n'introduit pas, de manière subversive, l'idée d'un système de cotation pur et simple...²⁸ Faut-il alors y voir une inflexion du régime de liquidité des SCPI ? En réalité, il n'existe pas un régime unique de liquidité des parts, commun à toutes les SCPI, mais une pluralité de dispositifs : selon la structure fixe ou variable du capital déjà, les modalités diffèrent.

²⁶ à travers la loi du 9 juillet 2001 d'abord, qui instaura un système de régulation des prix plus adapté, puis avec le décret de janvier 2003, assouplissant les possibilités de travaux et de revente des immeubles.

²⁷ Association Française des Sociétés de Placement Immobilier.

²⁸ Depuis 1993 déjà, les gérants doivent tenir un registre des offres et demandes de cessions de parts, servant de base à l'organisation du marché. Le règlement de la COB met en place un système de cotation connu des investisseurs boursiers, la méthode dite "par casier" : le gérant tient un registre horodaté des ordres de ventes et d'achats, et doit pouvoir communiquer à toute personne qui en fait la demande les cinq prix d'achat les plus élevés et les cinq prix de vente les plus faibles figurant sur le registre, ainsi que les quantités demandées et offertes à ces prix.

En SCPI à capital fixe, les cessions de parts peuvent emprunter deux voies distinctes : une partie des opérations intervient directement de gré à gré²⁹, tandis que l'autre versant se réalise avec l'assistance de la société de gestion, qui centralise et rapproche les ordres. Le premier cas de figure se déroule donc sans intervention du gérant, dans la mesure où tout associé garde la possibilité naturellement de céder ses parts à un tiers.³⁰ Le prix de revente des parts est déterminé par le libre jeu de l'offre et de la demande³¹, exercé sur un marché secondaire. Ce marché, externe à la SCPI, exprime bien les anticipations des investisseurs, à la hausse comme à la baisse. Dès lors que le prix demandé par le vendeur tient compte de l'état du marché, la liquidité des parts est assurée. Dans l'hypothèse où la société de gestion est mise à contribution maintenant, celle-ci organise le marché selon le principe de confrontation des ordres de ventes et d'achat, préalablement centralisés sur un registre. L'opération a lieu à date et heure fixes, en vue de déterminer un prix d'exécution, auquel un maximum de titres aura vocation à s'échanger. La variable d'ajustement ici, c'est donc le prix de confrontation.

Dans les SCPI à capital variable en revanche, c'est le fonds lui-même qui rachète les parts des vendeurs, et en émet de nouvelles parts pour servir les acquéreurs. On parle alors de marché interne, ou de liquidité intrinsèque : les prix de rachat et d'émission sont fixés par la société de gestion, en suivant l'évolution de la valeur des immeubles. En l'espèce, la vente se réalise via un mécanisme "*d'annulation / émission*" : le traitement par ordre chronologique prévaut, et la SCPI ne rembourse, en fait, que si elle dispose d'une souscription en contrepartie. La société de gestion est tenue de fixer le prix de remboursement à la valeur de réalisation des actifs tout au plus³², y compris en l'absence d'offre de souscription correspondante. Cette règle vise naturellement à empêcher la présentation de performances et de prix artificiels. Elle préserve ainsi, dans les SCPI ouvertes à la collecte, les intérêts des porteurs de parts en place, sans pénaliser les associés entrants : les premiers conservent la liquidité de leurs parts, tandis que les seconds paient le juste prix du patrimoine qu'ils achètent.

En période de hausse des prix de l'immobilier, il y a toujours plus de candidats à l'achat qu'à la vente, naturellement. Le piège pour la SCPI serait alors d'augmenter sa collecte nette en conséquence, de façon inconsidérée : elle pourrait ensuite se trouver contrainte d'investir précipitamment cette enveloppe, sur un marché immobilier très concurrentiel, et risquerait ainsi de payer ses immeubles au prix fort. La seule façon d'éviter cette configuration, pour la société de gestion, consiste à suspendre provisoirement l'émission de parts nouvelles, au-delà des demandes de rachat.

²⁹ On parle ici de liquidité *extrinsèque*.

³⁰ Si le cessionnaire possède déjà la qualité d'associé, l'opération ne nécessite aucun formalisme supplémentaire ; dans le cas contraire, l'agrément de la société de gestion est requis.

³¹ auquel s'ajoutera néanmoins le montant des droits d'enregistrement au taux de 5%, et le forfait statutaire dû à la société de gestion au titre des frais de dossier.

³² article 422-37 du règlement AMF

Lorsque les prix de l'immobilier sont orientés à la baisse maintenant, le danger se fait encore plus menaçant. Un retard dans l'ajustement proportionnel du prix des parts peut avoir pour effet immédiat de bloquer la collecte : aucun souscripteur n'accepte en effet de surpayer son investissement. La sanction serait alors immédiate : privée de souscriptions nouvelles, la SCPI risque de se trouver rapidement dans l'incapacité de racheter leurs parts aux vendeurs...

Si, précisément, ce flux de liquidités s'avérait tari faute de souscriptions nouvelles, le législateur a imaginé ici une alternative supplémentaire : le recours à un fonds de remboursement, sous réserve que les statuts de la société l'aient prévu. Ce schéma s'appliquerait à satisfaire³³ les demandes de retrait non traitées à l'issue d'un délai de 4 mois, faute de souscriptions nouvelles les compensant.

La pluralité des options envisagées par le dispositif légal traduit bien le caractère épineux de la question : chaque configuration fait écho à des situations de marché différentes, pour lesquelles l'illiquidité reste le seul dénominateur commun. De fait, il apparaît incongru d'appréhender le traitement de la liquidité dans sa globalité, sans prendre en compte les multiples facettes du problème... Dans le cas contraire, le seul remède universel validé par les faits resterait lié au retour de la confiance parmi les investisseurs, qui agit à la source du mal en drainant son lot de souscriptions nouvelles. La reprise du marché immobilier physique offre indirectement cette possibilité, à l'aube des années 2000, laissant entrevoir aux SCPI la sortie de crise tant attendue.

Si le produit est redevenu fluide et performant, c'est en partie grâce à la conjonction de deux mouvements de force convergents : l'assainissement du marché secondaire d'une part, indispensable, et le mouvement de concentration du secteur d'autre part, tout aussi bénéfique. A ce titre, les chiffres sont éloquents : en 1994, 90 sociétés de gestion se partageaient la place, pour un total de 290 SCPI ; après l'orage fin 2001, on ne comptabilisait plus que 41 groupes, pour 179 véhicules. Force est de constater que la SCPI est sortie renforcée de l'épreuve. Mais le problème de la liquidité a-t-il été résolu de manière structurelle, la SCPI triomphant à jamais de ses vieux démons ?

Deux éléments contestent cette vision aux accents de "fin de l'histoire" façon *Fukuyama*.³⁴ D'abord, si le flux vendeur fut effectivement absorbé en quelques années, il convient de s'interroger sur la part de responsabilité du contexte économique de l'époque, clairement bienveillant. Vu les taux de rendements affichés par les SCPI, les associés désireux de prendre du champ bénéficiaient à l'évidence d'une dynamique favorable³⁵, leurs parts trouvaient preneur sans aucune difficulté. En revanche, et c'est le second point, les faits pourraient accréditer la thèse d'une éventuelle réversion du problème : certes, le marché s'est fluidifié en aval, mais sous l'effet d'une demande soutenue, il est

³³ Le prix se révélera toutefois inférieur au montant obtenu lors d'un retrait classique, inéluctablement.

³⁴ Référence à l'ouvrage "*The end of History*", paru en 1992.

³⁵ Difficile d'homologuer la performance avec vent dans le dos, donc ; "à revoir sur une mer agitée", serait-on tenté de dire...

même devenu nettement acheteur ! Les augmentations de capital, régulièrement sursouscrites, en attestent sans peine. *In fine*, le centre de gravité du problème s'est déplacé, des vendeurs contrariés aux acquéreurs éventuels... Et dans l'absolu, seuls les premiers se sont affranchis des contraintes de l'illiquidité, au prix de l'incurie des seconds.

Arrêtons-nous un instant sur l'esprit de ce glissement conceptuel. Fatalement, la bascule ne peut suffire par elle-même à écarter tout soupçon d'illiquidité, dans la mesure où l'aspect *buy side* ³⁶ laisse à désirer. Mais de manière pragmatique, le mouvement du curseur en amont peut être vécu comme une amélioration ? C'est là notre conviction. L'illiquidité constitue un fardeau moindre dès lors qu'elle se résume à une attente prolongée à l'entrée, ou à des conditions d'accès durcies : le manque à gagner demeurera toujours plus supportable que la perte. A rebours d'une logique exclusivement commerciale, l'éthique du placement ne saurait ainsi s'offusquer d'un traitement de faveur envers les associés sortants, au détriment de la célérité habituellement réservée aux aspirants...

Le cantonnement de l'illiquidité aux portes d'entrées des véhicules soulève d'autres questions. L'ASPIM développe sur ce thème un point de vue édifiant, réfutant la thèse d'une illiquidité théorique, implacable : « (...) *Certains maintiennent que les parts de SCPI ne sont pas liquides ; Cela est inexact : il y a simplement pénurie de vendeurs, ou manque de dynamisme de la part des commercialisateurs.* » Fermez le ban... La plaidoirie se veut offensive, déplaçant le débat sur le terrain commercial. Cette vision comporte un biais résolument novateur : en stigmatisant ainsi des éléments exogènes, l'argument balaye d'un revers de main les soupçons d'illiquidité consubstantielle aux SCPI. Le raisonnement offre là une fenêtre de tir intéressante : le constat d'illiquidité serait davantage le reflet de l'inertie des acteurs engagés dans l'aventure, que celui d'un système sclérosé par ses propres carences techniques... "Les jambes suivent mais la tête n'y est pas", semble dire l'Association. L'effort de liquidité relèverait donc avant tout de la volonté des commercialisateurs. Dans le collimateur, les réseaux de distribution – bancaires, entre autres – constituent le bouc émissaire idéal... Quel que soit le degré de subjectivité du propos, chacun s'accorde pour reconnaître l'opacité des canaux de distribution comme un obstacle majeur à la liquidité du marché. Les sociétés de gestion ont un rôle à jouer en ce sens, en mettant l'accent sur la pédagogie du placement, et la diffusion de l'information commerciale dans leurs réseaux.

A l'heure du bilan de liquidité, l'année 2008 fut marquée par un marché secondaire soutenu, à hauteur de 345 millions d'euros.³⁷ Pourtant, ce volume encourageant ne représente toujours que 2% environ de la capitalisation totale... Le nombre des parts restées en suspens à la fin de l'année s'élevait

³⁶ Du côté de l'acheteur

³⁷ Source : www.pierrepapier.fr

pour sa part à 1,16 % de la capitalisation globale – ce qui, sans être catastrophique, traduit tout de même une tension croissante. Le signal mérite d'autant plus d'attention qu'il s'accompagne parfois de décotes importantes : les épargnants ne sont pas massivement vendeurs, mais les acheteurs sont moins nombreux au rendez-vous, en raison du contexte général de défiance pour les placements de long terme. Les limites du modèle actuel semblent donc proches, dans la mesure où les échanges restent confinés au périmètre des canaux de distribution de chaque société de gestion. Dès lors, toute solution qui tend vers davantage de visibilité et de profondeur pour le marché serait bienvenue. La fluidité du marché d'occasion constitue donc plus que jamais un axe de travail prioritaire pour l'industrie immobilière, qui étudie les moyens d'en optimiser les rouages, et accroître ainsi son efficacité en temps de crise.

Une première bataille se joue sur le terrain de la fiscalité. Dans une tribune publiée l'an passé, l'ASPIM s'évertuait à dénoncer la discrimination dont fait l'objet le marché secondaire des SCPI à capital fixe : *« Sur le marché primaire, vous n'êtes pas assujetti à l'enregistrement. Sur le marché secondaire, vous devez acquitter 5% de droits ! Pourquoi ? Parce que seule la cession est taxable, et non la souscription au capital d'une société, du point de vue de l'administration... Mais s'il s'agit de parts SCPI à capital variable, vous pouvez aussi en demander le remboursement à la société de gestion, qui annule les parts... Dans ce cas, pas de taxe ! Maintenant, revendez vos parts. Le quidam qui les rachète sur le marché secondaire paie à son tour les 5 % de droits... Du coup, la distinction faite à l'entrée entre souscription et acquisition devient, à la sortie, plus subtile encore que cession et annulation ! On s'y perd... A l'heure où l'AMF se montre très attentive à la liquidité de la pierre papier non cotée, il est devenu de la plus haute urgence de mettre fin à cette discrimination fiscale préjudiciable au marché secondaire des SCPI. »*

Depuis cette diatribe, le débat a connu de nouveaux développements. En fin d'été 2008, le taux des droits d'enregistrement est passé de 5 à 3% pour les cessions d'actions et parts de sociétés non cotées, hors du champ de celles à prépondérance immobilière. Les droits restent donc pour l'instant de 5%, à l'exception notable toutefois des cessions de parts négociées sur un marché secondaire bien précis : les transactions effectuées dans le cadre d'un "système multilatéral de négociation".³⁸ A l'heure actuelle, aucune centrale de ce type n'a encore vu le jour ; point de réjouissances prématurées donc, mais le cap est fixé, et l'industrie immobilière travaille en ce sens.

Le second chantier concerne inévitablement la négociabilité des parts. Sur ce point, le statut de société civile et le régime juridique qui en découle représentent un héritage encombrant. La loi dispose en effet que les parts de sociétés civiles peuvent être cessibles, mais non négociables ! C'est là que le bât blesse : pour devenir liquides et animer un marché secondaire efficient, les parts de SCPI devraient être négociables, comme tous les autres titres financiers. Les SCPI ont donc gardé des caractéristiques

³⁸ nouveauté introduite à l'article 726 du CGI, par la loi LME (*loi de Modernisation de l'Economie*) du 4 août 2008.

inconciliables avec la souplesse optimale qu'on attend de placements faisant appel public à l'épargne... Cette restriction a-t-elle encore lieu d'être, maintenant que la responsabilité des associés se limite désormais à leur apport en capital³⁹, comme dans tous les autres placements ? Peut-être le moment est-il venu pour les pouvoirs publics « *d'apporter aux SCPI un toilettage législatif* » en ce sens, pour reprendre l'expression de Christian Micheaud⁴⁰. On y revient : l'ouverture à la négociabilité des parts ne saurait être complète sans l'avènement d'une grande plateforme de négociation, que l'industrie non cotée appelle de ses vœux. Elle apporterait simplicité et transparence pour les investisseurs, croissance et émulation pour les sociétés de gestion. L'enjeu apparaît essentiel : répondre à l'insatisfaction des investisseurs vis-à-vis des mécanismes actuels, accroître la fréquence des échanges de parts et voir les frais qui en résultent révisés à la baisse.

En définitive, il semble que les professionnels n'aient pas encore suffisamment exploité les possibilités de modernisation du marché des SCPI, proposées en 2002 par le régulateur. En ce sens, la mise en œuvre d'un marché centralisé moderne pourrait permettre de concilier le besoin de liquidité des investisseurs avec le respect d'un horizon d'investissement à long terme, indispensable à la gestion efficace de l'exposition au risque immobilier. En attendant, les SCPI maintiennent le cap, en jouant sur les leviers traditionnels de gestion de la liquidité. Ce développement nous offre ici l'occasion d'effectuer un tour d'horizon des options potentielles.

En préambule, le recours à l'endettement s'imposerait naturellement comme une solution de facilité ; cette pratique reste pourtant très marginale au sein des SCPI. La raison invoquée le plus souvent tient à l'esprit du placement : la clientèle de ce type de produit se distingue généralement par sa forte aversion au risque, et reste par conséquent très frileuse à l'idée de *leverager* à outrance son investissement. Bon nombre d'associés s'endettent d'ailleurs eux-mêmes en vue de souscrire des parts de SCPI, et considèreraient d'un mauvais œil la superposition des couches d'endettement. Si ces considérations ont probablement entravé le développement du levier, elles n'apparaissent pas rédhibitoires pour autant... L'insignifiance du recours à la dette cache donc une autre explication.

En l'espèce, c'est du côté des textes législatifs qu'il faut regarder : la loi impose aux SCPI un seuil maximal de cession d'actifs sur un même exercice.⁴¹ Conscientes du risque, les sociétés de gestion évitent alors de lever lignes de crédit supérieures à ce que la vente d'actifs pourrait leur permettre de rembourser sur une année...

Pourrait-on imaginer à terme une évolution dans la façon d'aborder cette problématique du levier ? Certains gérants, parmi les plus avisés, se sont ouverts de la tentation : il y aurait très certainement intérêt à recourir au financement bancaire lorsque le marché est opportuniste, à l'image

³⁹ A l'origine, la précaution s'expliquait par la responsabilité illimitée des associés de société civile

⁴⁰ Directeur et éditorialiste du site pierrepapier.fr

⁴¹ fixé à 15% sur une année

de ce qu'on connaît actuellement. En effet, le crédit aurait vocation à se substituer à une collecte atrophiée, et les montants levés permettraient de se positionner avantageusement sur des actifs qui "feront" la liquidité du produit durant les futures crises... Pour l'heure en tout cas, le recours à la dette reste négligeable, et les gérants doivent composer sans cette facilité. Les solutions résiduelles apparaissent alors limitées, et l'exercice n'a rien d'une sinécure.

La première d'entre elles porte naturellement sur l'effort de collecte : on s'applique à faire correspondre le lot des sorties avec un volume comparable de néo-souscripteurs. Si l'on fait abstraction de tous les efforts d'animation commerciale à déployer en pareilles circonstances, une société de gestion n'a pas réellement les moyens de peser sur ce dernier paramètre ; pour échapper à l'effet ciseau, c'est donc sur le flux sortant qu'il convient de concentrer les efforts. Le secret d'une liquidité maîtrisée réside alors dans l'anticipation des mouvements de marché. En l'espèce, la variable à surveiller n'est autre que la courbe qui reflète les mouvements de souscriptions et rachats : en prenant le pouls des tendances au moyen d'une *moyenne mobile exponentielle*, le gérant est en mesure de pressentir l'imminence d'un retournement. C'est précisément à ce stade qu'il convient de prendre les devants, en commençant dès alors à vendre des immeubles, avant qu'il ne soit trop tard. Il n'existe pas de martingale en la matière – la moyenne mobile exponentielle ne permet en aucun cas de délivrer un signal scientifique et précis – mais cette méthode, utilisée avantageusement, permet d'amortir considérablement les effets d'une décollecte massive.

Un autre levier consiste à baisser arbitrairement le prix de la part.⁴² L'ajustement permet d'impacter de facto le rendement à la hausse, attisant par-delà l'appétit renouvelé des investisseurs. Cette technique emprunte en fin de compte la même direction que la première méthode, mettant l'accent sur l'effort de collecte pour de satisfaire les volontés de sorties – mais avec un stimulus supplémentaire en amont cette fois, destiné à encourager les engagements. L'idée consiste alors à ajuster le curseur sur la valeur des immeubles sous-jacents, pour soutenir l'effort de liquidité du produit. Cette stratégie fut appliquée à maintes reprises par les sociétés de gestion, jusque dans un passé récent : anticipant une baisse inéluctable des valeurs d'expertise, le groupe *UFG* annonçait en septembre 2008 une baisse du prix des parts pour six de ses principales SCPI, dans le souci de faire coller la valeur des titres au plus près du marché. En l'espèce, l'*UFG* a toujours défendu une politique d'évolution du prix de ses SCPI à la hausse comme à la baisse, ajustant systématiquement son *pricing* aux valeurs d'expertises du patrimoine de chaque véhicule. La Direction évoque sur ce point un positionnement « *dans la lignée de l'OPCI, qui bénéficie de cette réactivité face à la conjoncture.* » Une des leçons majeures de la crise des années 90 semble avoir été assimilée : la liquidité requiert

⁴² En SCPI, le dispositif reste toutefois encadré par la loi : la société de gestion ne tire le prix à la baisse au-delà de 10% de la valeur de reconstitution, ce qui limite sa marge de manœuvre en cas de crise grave...

avant toute chose une échelle de valorisation réactive. Quant aux inquiétudes portant sur les niveaux de distribution des bénéficiaires à attendre, les gérants du groupe se montrent catégoriques : « *les résultats d'exploitation des SCPI sont conformes aux prévisions du début d'année. Le mouvement des prix n'affecte en rien les niveaux de cash-flows ; la distribution de revenus restera donc dans les fourchettes définies en début d'exercice.* » Ces éclaircissements témoignent de la différence de nature entre la contraction subie au siècle dernier, et les difficultés de la période récente : à l'inverse du retournement de 1993, les fondamentaux immobiliers ne sont pas touchés. Rien, dès lors, ne saurait présager d'une crise immobilière à venir : les niveaux de loyers apparaissent en adéquation avec le taux d'effort des entreprises, les niveaux de stock raisonnables, et l'offre future demeure stable. La menace d'une spirale déflationniste liée à l'ajustement à la baisse du prix des parts semble donc cette fois écartée.

L'inclinaison la plus naturelle, probablement, conduirait alors à céder des actifs. En procédant à des arbitrages pertinents, le fonds génère des rentrées de liquidité, qu'il va pouvoir ensuite affecter au remboursement des parts en attente. La méthode apparaît conventionnelle, mais s'avère clairement dilutive pour les associés qui demeurent engagés... Vendre des immeubles s'apparente à une réduction de capital, dans les faits. Bien sûr, on évite de se séparer des biens les plus profitables : on essaie d'arbitrer en priorité les actifs qui s'avéraient les moins rentables, ou avaient vocation à être vendus peu après... mais la manœuvre demeure pénalisante, quelle qu'en soit l'issue, et affaiblit le fonds. (En vendant des immeubles, on réduit la mutualisation du risque, inéluctablement.)

Une nouvelle piste aboutit directement à la fermeture du capital, pour se projeter sur un marché de confrontation. Mais l'opération n'est pas sans douleur, encore une fois et entraîne dans les faits une décote de 10 à 30% du prix des parts, pénalisant gravement les associés. ("point d'omelettes sans casser d'œufs", dit on...)

Enfin, la cinquième et dernière option plausible prend la forme du fonds de remboursement évoqué précédemment. Juridiquement, l'opération ne peut se réaliser que par l'affectation d'une partie du résultat (laminant du même coup la performance), ou par la dotation du produit de la vente d'actifs... aux grands maux les grands remèdes.

❖ **Le fonds de remboursement, dernier signe d'inflexion du pacte de liquidité**

Dans le procès en illiquidité intenté aux SCPI, l'existence même d'un fonds de remboursement suffit à jeter le discrédit sur un certain nombre d'éléments à charge. L'argument d'une illiquidité rédhitoire ne tient plus guère, lorsque l'on sait que les véhicules en souffrance disposent de la faculté d'actionner ce dispositif quand la conjoncture le commande...

Le sujet est très technique toutefois, et fort méconnu. La sous-section 3 du règlement général de l'AMF détaille clairement les principes élémentaires à son fonctionnement : « *La création et la dotation d'un fonds de remboursement destiné à contribuer à la fluidité du marché des parts sont décidés par l'assemblée générale des associés de la SCPI. Les sommes allouées à ce fonds proviennent du produit de cession d'éléments du patrimoine locatif, ou de bénéfices affectés lors de l'approbation de comptes annuels. Les liquidités affectées au fonds sont destinées au seul remboursement des associés (...)* » Ces dispositions ne laissent planer aucune équivoque quant à l'objectif principal de l'outil : contribuer à la fluidité du marché des parts. En revanche, les modalités d'exercice du mécanisme sont très ouvertes, témoignant de la souplesse voulue par le régulateur dans le réglage du dispositif : l'assemblée générale dispose de toute latitude pour ajuster les paramètres relatifs à la durée de vie du fonds⁴³, les modalités d'enregistrement des demandes, les dates effectives de remboursement, etc.

Avec l'encadrement strict des modalités de dotation en revanche, l'équation gagne en complexité. Plusieurs moyens classiques viendraient à l'esprit spontanément : recours à l'endettement, diminution du prix des parts, etc. Mais pour l'occasion, seules deux techniques satisfont au cadre fixé par la loi : affecter à ce compte une partie des bénéfices de la SCPI, ou puiser dans le produit de la vente d'actifs. Nouveau dilemme en perspective : la première option porte un coup douloureux la performance, avec les conséquences imaginables que ça implique en termes de distribution ; la seconde ampute quant à elle la SCPI d'une partie de ses forces vives, en lui imposant une cure d'amaigrissement forcée. En réalité, durant les crises, le prix des parts de SCPI subit une double décote : celle du sous-jacent immobilier d'abord, (liée au contexte économique chahuté), puis une seconde vague, imputable à la méfiance inspirée par la SCPI ou son gérant, conjuguée à l'étroitesse du marché des parts. C'est logiquement cette seconde décote qui s'avère la plus douloureuse pour l'épargne. Le fonds de remboursement ne joue évidemment pas sur la première, mais a pour mérite de rectifier la seconde.

Le recours au dispositif relève pourtant du numéro de haute voltige pour la société de gestion. Son souci principal, c'est d'avoir réalisé assez d'arbitrages à une échéance donnée – en l'occurrence, à la date où siègera l'assemblée générale – pour créer puis doter le fonds de remboursement, et ainsi permettre d'assurer la liquidité pour ceux qui veulent sortir. Mais l'arme reste à utiliser avec parcimonie : le recours à la trésorerie pour satisfaire les sortants est rigoureusement prohibé. L'usage du fonds de remboursement ne peut-être envisagé que comme une solution ponctuelle, pour faire face au mouvement de décollecte actuel... Les sociétés de gestion insistent lourdement sur le caractère temporaire de la manœuvre : elle n'a pas vocation à se substituer au processus de liquidité

⁴³ Il serait plus juste de parler de 'fonds successifs de remboursement', car la nature prolongée des crises immobilières peut conduire à actionner la mécanique plusieurs fois de suite, en fonction de la situation de la SCPI. L'approche des gérants doit ainsi conjuguer progressivité et modularité pour prétendre à une utilisation efficiente.

traditionnel ! Son mécanisme a seulement vocation à prendre le relai lorsque le marché secondaire ou le mécanisme du retrait sur souscription (propre aux SCPI à capital variable) se grippent. Il ne s'agit certainement pas d'un outil de gestion de la liquidité, mais d'une issue de secours, destinée à être actionnée en cas de dégradation anormale des conditions d'échange. Par conséquent, le temps de séjour des liquidités sur le compte de dotation n'a absolument pas vocation à se prolonger. La rémunération de ces liquidités ne représente donc pas un problème en soi, comme il peut l'être pour les OPCI : leur affectation provisoire ne suffirait pas à détériorer la performance de manière durable et conséquente. Il convient donc de relativiser l'impact de la manœuvre sur la trajectoire du fonds, en ne perdant pas de vue que la liquidité mobilisée pour le remboursement effectif concerne à la fois une durée limitée (quelques semaines à quelques mois), et un volume restreint (quelques points de pourcentage tout au plus), son influence sur la performance de moyen et long terme de la SCPI reste donc infime. Concernant l'opportunité d'utiliser autrement les liquidités, c'est un autre débat : le fonds de remboursement reste une mesure de début de crise, pour résorber les difficultés de sortie.

De manière unanime, les épargnants évoquent d'ailleurs un modèle « puissant et flexible » qui pourrait s'avérer salutaire en période troublée, et se rendre rapidement indispensable. Cela dit, la technicité de l'engin a longtemps rebuté les gérants, peu enclins à amputer une partie de l'organe pour fluidifier la circulation. Voilà qui explique en partie que la possibilité ait longtemps été occultée, alors qu'elle constitue un élément décisif en temps de crise. L'APPSCPI⁴⁴ livre d'ailleurs une opinion sans concessions sur ce point : « *Si la mesure a été jusque là peu appliquée, indique-elle, malgré des conditions qui auraient pu y commander, c'est surtout à cause de la répugnance des gérants à concéder une réduction de leur fonds de commerce, autant que par la naïveté ou le manque d'informations des porteurs de parts.* »

...les événements de l'hiver 2008 ont semble-t-il changé la donne.

Ebranlés par la chute de *Lehman Brothers* et le tsunami financier qui s'en suivit, les investisseurs du monde entier se sont massivement désengagés des véhicules de placement collectifs. Besoins impérieux de liquidités, nécessité de repondérer une allocation globale dans l'urgence, liquidation pure et simple de certaines positions : les raisons d'un tel exode ne manquaient pas. Les fonds immobiliers ne purent échapper au marasme, et durent affronter l'un des mouvements de décollecte les plus virulents de leur histoire. Pour le coup, les SCPI connurent deux pics de demandes de sortie, pendant les mois de *septembre* et *octobre 2008*. Devant l'ampleur du phénomène, certaines d'entre elles ne furent pas en mesure d'honorer l'ensemble des requêtes. Parmi elles, on retrouve la plus grosse capitalisation du marché⁴⁵, *Sélectinvest 1*, dont l'exemple est édifiant.

⁴⁴ Association des porteurs de parts de SCPI

⁴⁵ avec près d'1,5 milliard d'euros au 31 décembre 2008, chiffres IEIF

Sur ce véhicule emblématique, le montant des souscriptions enregistrées par la SCPI à l'automne s'est révélé trop modeste pour contrebalancer les retraits de parts en attente. Ces dernières ont même vu leur volume s'accroître au fil des mois, atteignant le seuil de 5,1 % du total au 31 mars 2009... L'asphyxie réelle n'aura duré que 2 mois, mais ce laps de temps aura suffi pour créer un décalage de l'ordre de plusieurs dizaines de millions de parts en attente d'être remboursées. Pour remédier à cet allongement du délai de traitement, le fonds de remboursement s'est donc imposé à la société de gestion comme l'option la plus judicieuse, dans le contexte traversé.

Derrière ce choix, on retrouve la volonté de résorber un souci temporaire en s'attachant à maintenir la confiance des investisseurs, et réinstaurer un cycle de vie normal pour le produit. Mais, plus spécifiquement, la nature des événements semble avoir fait pencher la balance en ce sens : sur l'ensemble des parts en attente, seul 1/5^{ème} d'entre elles émanent d'associés privés. L'écrasante majorité relevait des manœuvres d'arbitrages de gros institutionnels (notamment des compagnies d'assurances, engagés sur le segment en unités de compte), contraints de rééquilibrer leur patrimoine. De fait, les petits porteurs désireux de sortir dans la foulée "furent pris en otage", contraints d'attendre pendant des lustres que l'embouteillage de l'automne dernier soit résorbé... Pour leur éviter de payer l'addition, le fonds de remboursement s'imposait donc comme la solution la plus opportune. Sa création fut votée comme prévue par l'assemblée générale, fin juin, constituant un petit événement sur le long chemin de croix entrepris par les SCPI dans leur quête de liquidité.⁴⁶

Toutes les autres SCPI, c'est à noter, n'ont pas connu les mêmes difficultés : si nombre d'entre elles disposaient d'une collecte insuffisante pour investir, les encours visés permettaient néanmoins d'assurer la liquidité dans la majorité des cas. Certaines affichèrent des délais de sortie de l'ordre de 5 mois par exemple... De l'avis général, ces délais qui semblent importants ne choquent pourtant pas les investisseurs : c'est dans le rythme du placement, ils s'y étaient préparés... !

(On s'aperçoit d'ailleurs que le taux de rotation moyen des parts de SCPI gravite autour d'1,2 ou 1,3%, ce qui reste extrêmement faible : il n'y a donc généralement pas d'impérieuse nécessité à obtenir le remboursement de ses parts dans des délais plus courts...⁴⁷)

Pourquoi *Sélectinvest 1* fut-elle alors particulièrement touchée ? La répartition du capital fournit les premières conclusions. Renseignement pris, les compagnies d'assurance pèsent à elles seules 40% de la SCPI. Les institutionnels, surreprésentés au sein du véhicule, ont dû massivement revoir leur allocation. A l'origine des mouvements de fonds, on retrouve les mêmes impératifs : contrer le fameux *denominator effect*, induit par la fonte des encours en actions, en réduisant la part de

⁴⁶ La dotation du fonds devait ainsi permettre d'éponger les quelques 78 millions de parts en attente, durant la première quinzaine de juillet.

⁴⁷ Les situations des épargnants justifient sans difficulté leur aptitude à conserver leurs parts, et à s'inscrire dans le cadre de processus longs. L'épargne retraite représente en effet la majorité des montants investis, et on estime que plus de 150000 parts transactées concernent des opérations de succession ou donation...

l'immobilier dans les portefeuilles ... (ou pour les grands assureurs de la place par exemple, arbitrer les engagements en unité de compte pour assurer la liquidité de leurs fonds en euros.)

Le taux de rotation des associés privés, lui, apparaît infime à côté ! On peut donc émettre l'hypothèse, sans trop s'avancer, qu'une SCPI de cette taille constituée uniquement de petits porteurs, n'aurait jamais connu de problèmes de liquidité semblables. Dès lors, pourrait-on concevoir un dispositif de limitation du ratio des engagements institutionnels au sein d'une SCPI mixte ?

L'idée a déjà fait son chemin dans certains pays (dans les APUT britanniques, par exemple), et mériterait d'être approfondie. Le sujet demeure complexe cependant. En France, une société de gestion prévoit généralement des clauses d'agrément dans ses véhicules, conservant ainsi un droit de regard à l'entrée. Mais dans l'absolu, une fois la présence d'un institutionnel entérinée, rien ne peut s'opposer à ce que celui-ci prenne du poids dans le fonds (ne serait-ce que par l'effet du retrait d'autres associés). De plus, un autre élément vient balayer cette hypothèse d'un revers de main : les sociétés de gestion elles-mêmes ont tout intérêt à attirer les institutionnels dans leurs produits mixtes... ! La raison est implacable : ce sont eux, en se positionnant souvent à contre-cycle, qui assurent généralement la liquidité du produit en temps de crise. Leur attitude d'investissement participe donc de l'équilibre du produit, et les gérants se font fort de déployer les efforts de mixité nécessaires pour maintenir la balance, en jouant sur cette asymétrie salutaire...

Les discussions inhérentes à la mise en place d'un fonds de remboursement soulignent en outre les conflits d'intérêts entre associés restants et sortants. Les statuts de la SCPI prévoient une enveloppe de dotation comprise entre 10 et 15% du fonds.⁴⁸ Mais dans le même temps, la SCPI ne peut céder plus de 15% de son patrimoine sur un même exercice... Il est donc préférable, si c'est le produit de la vente d'actifs qui permet de doter le fonds, que ce dernier s'échelonne entre 0 et 10% ; autrement, ça obligerait à conserver 5% de liquidités en trésorerie, très mal rémunérée ! Les gérants doivent donc veiller à ne surtout pas vendre à hauteur de 15%, s'ils ne peuvent laisser sortir que jusqu'à 10%... On perçoit toute la difficulté de l'exercice. D'autant que, de manière plus subversive, les investisseurs sont catégoriques, et ne veulent pas entendre parler de rallonge : « *10% maximum. La liquidité a un prix, c'est comme ça* », pouvait-on entendre à l'occasion d'un Conseil de surveillance de l'une des SCPI concernées...

Idéologiquement, toute mesure favorisant de fait les sortants est ainsi recalée sans audience préalable. La priorité des associés, c'est d'éviter à tout prix l'effet d'opportunisme ! En aménageant la liquidité de façon aussi diligente, on court le risque d'accorder une prime au désengagement, et de voir sortir gagnants les premiers sortis... Le risque est clairement identifié : l'effet d'aubaine profite au

⁴⁸ L'article 8, relatif à la variabilité du capital, dispose également que « *le capital social effectif ne peut toutefois pas tomber, par suite des retraits, en dessous de 10% du capital social maximum statutaire.* »

sortant dès lors que la valeur d'expertise baisse. En effet, la valeur virtuelle d'une part au 30 juin 2009 peut être sensiblement inférieure à celle publiée au 31 décembre 2008 par exemple, qui sert de référence pour déterminer le prix de sortie du véhicule... en activant alors le fonds de remboursement au 30 juin après assemblée générale annuelle, on court le risque de gratifier les sortants d'une belle opération financière, indue. (Même si à l'inverse, à la valeur de reconstitution, point de liquidité envisageable : la pratique montre que les parts ne sont pas vendables.)

Le biais pourrait-il être évité ? Techniquement parlant, certainement : un ANR⁴⁹ publié régulièrement, sur le modèle des foncières cotées, épargnerait de tels désagréments. Mais encore une fois, la société de gestion peut prendre elle-même la responsabilité d'une baisse anticipée du prix des parts, pour minorer l'ampleur de tels effets d'opportunité, qui prennent l'éthique du placement à rebours.

Le conflit d'intérêts sous-jacent porte donc sur le caractère dilutif ou non de la sortie, au final. Les gérants y opposent une parfois une réponse toute faite : si le marché présentait autant d'entrants que de sortants, de toute façon, la question du fonds de remboursement ne se poserait pas ! Le traitement de la liquidité flirte ici avec une corde sensible : l'idéal d'équité entre investisseurs. Plus que les délais de rédemption, c'est toute la cohérence du produit d'épargne qui semble en jeu.

Les contours du "contrat social" qui lie la société de gestion aux associés doivent donc être clairement établis. Parmi les valeurs qui fondent ce serment implicite, une idée semble incontournable : la liquidité a un prix. C'est ce principe qui conduit les associés à faire pression sur l'organisme de gestion pour ne pas ménager le sortant, en vue de préserver l'esprit initial de l'engagement...

Les sociétés de gestion ont tendance à se montrer réticentes, et opposer un autre point de vue, tout aussi légitime : en présence d'un véhicule à capital variable, il convient d'accepter que la variation puisse s'inscrire à la hausse comme à la baisse ! (Autrement, il faudrait songer à fermer le fonds ; or on sait pertinemment qu'une telle manœuvre avec confrontation dans la foulée se traduit par une baisse drastique du prix des parts.) Puis, de manière pragmatique, les sortants sont inscrits à cours inconnu lorsqu'ils font part de leur volonté : donc quelque part, il y a bien respect du pacte tacite !

La philosophie du fonds de remboursement, c'est précisément de permettre la sortie de certains porteurs, jusque là contrariée par la crise, sans léser les intérêts de ceux qui poursuivent l'aventure. L'APPSCPI part même en croisade contre l'idée d'un mécanisme favorisant les sortants : *« ce n'est en rien un encouragement à sortir du support ! Mais au contraire une prime de fidélité pour les associés qui ne sont pas soumis à un besoin impérieux... Puisque mécaniquement, les quelques associés sortants, sans se trouver spoliés, enrichissent de facto les associés restants. »* Au contraire, le fonds de remboursement met à mal le préjugé selon lequel les SCPI affichent une liquidité encore inférieure à l'immobilier direct, avec un porteur pris en otage en temps de crise, sans recours...

⁴⁹ Actif net réévalué

Son mécanisme s'emploie par essence à déjouer cette fatalité. Alors bien sûr, l'épargnant sortant devra concéder un rabais sur le prix par rapport à la valeur sous-jacente, puisque toute liberté à un prix ; mais en toute hypothèse, il ne pourra plus être considéré comme prisonnier. Avec cette problématique du fonds de remboursement, on touche du doigt (l'air de rien) l'esprit de l'OPCI ou des fonds ouverts allemands, dont la poche de liquidité intrinsèque affiche un volume comparable, de l'ordre de 10% de l'actif... Il semble que ce soit là la vocation des fonds immobiliers non cotés les plus modernes.

B.) L'avènement d'une génération de fonds immobiliers frappés du sceau de la liquidité

En s'éloignant du modèle investi quasi-exclusivement dans des immeubles, un certain nombre de véhicules choisissent de faire la part belle à la liquidité, quitte à altérer la "pureté" initiale du placement immobilier. Le choix d'une poche incompressible de titres liquides s'est affirmé comme le moyen le plus efficace à ce jour, en vue de maîtriser les mouvements de capitaux. Sur le sujet, l'approche allemande a depuis longtemps fait école, et l'OPCI devrait apporter à ce schéma la consécration attendue.

❖ Les fonds ouverts allemands et l'ambition de liquidité intrinsèque...

Le succès des véhicules d'investissement immobilier Outre-Rhin prend racine dans la culture allemande de l'épargne immobilière, comparable au succès de nos placements en Assurance-vie. De fait, l'offre de produits est particulièrement étoffée, balayant tout le spectre des fonds immobiliers existants, des *German Reits*⁵⁰ aux fonds ouverts non cotés, en passant par les fonds fermés (souvent bâtis sur le modèle *GmbH*⁵¹) et les fameux *Spezialfonds*, conçus à l'attention exclusive des institutionnels. Si l'on observe les volumes de capitalisation cela dit, le modèle non coté de type ouvert demeure largement plébiscité, avec un encours de près de 87 milliards d'euros⁵² (données arrêtées fin juin 2009).

Figures tutélaires de l'immobilier non coté, les fameux *Publikumsfonds* perpétuent aujourd'hui un succès initié il y a bientôt un demi siècle. Une des raisons de cette longévité réside sans conteste dans le positionnement du produit, clairement tourné vers la liquidité.

⁵⁰ introduits depuis le 1^{er} janvier 2007

⁵¹ *Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, l'équivalent des sociétés à responsabilité limitée en somme.

⁵² à titre de comparaison, une vingtaine de milliards sont gérés à travers les *Spezialfonds*, désignés pour les institutionnels.

Porté par une régulation pointilleuse, qui a toujours su évoluer de manière empirique, le modèle allemand a vocation à fournir une liquidité "quasi-instantanée" : les fonds ouverts⁵³ doivent honorer les demandes de sortie sur une base quotidienne. Pour ce faire, ils maintiennent donc un certain niveau d'actifs liquides en portefeuille, dans la mesure où les immeubles ne peuvent faire l'objet d'une liquidation rapide. La loi allemande impose d'ailleurs un seuil minimal de détention d'actifs liquides (absolument liquides, ou en investissements aisément liquidables), dans le souci de garantir le bon fonctionnement du mécanisme en toutes circonstances. Dans l'hypothèse où ce ratio de liquidité tomberait en dessous des 5%, les gérants se verraient alors dans l'obligation de fermer temporairement le fonds, le temps de lever des liquidités. Dans les faits, la marge de manœuvre est ténue : un volume de retrait conséquent, appelé sur une période brève, suffit à rendre le couloir de liquidité trop étroit pour satisfaire toutes les demandes. Chaque soubresaut du marché agit alors comme une épée de Damoclès ; dès lors que la poche de liquidités menace de tomber sous le niveau minimal, la rédemption des parts peut être suspendue à titre préventif... Un tel cas de figure s'est produit à plusieurs reprises déjà, au cours de la décennie écoulée : en décembre 2005 notamment, avec *Grundbesitz-invest* de la *RREEF*, ou encore en janvier 2006, pour deux fonds de *KanAm*. Avec le recul, l'analyse de ces épisodes se révèle particulièrement édifiante pour la compréhension des phénomènes qui sous-tendent le stress de liquidité.

Pendant l'hiver 2005, une étincelle a suffi à plonger certains fonds dans une profonde crise de crédibilité, qui s'est propagée par la suite à l'ensemble de l'industrie. Le contexte de marché, morose, avait créé un terreau propice à la crise de confiance. On assistait depuis de nombreux mois déjà au déclin des taux de rendements dans l'immobilier commercial, mettant sous pression les fonds immobiliers. Mais dans la plupart des situations difficiles, les banques propriétaires des véhicules d'investissement immobilier⁵⁴ intervenaient elles-mêmes pour réinsuffler de la liquidité, et amortir ainsi la dévaluation latente des niveaux de rédemption. (On peut citer ainsi les exemples de *Deka*, *HypoVereinsbank*, ou encore *Commerzbank*)

Par contraste, la *Deutsch Bank* annonça en décembre 2005 qu'une dévaluation des prix de rédemption de son plus gros fonds (*Grundbesitz Invest*) devenait inévitable, au vu de la conjoncture dégradée. Miné par l'hypothèse d'une dévaluation de plusieurs milliers d'euros qui menaçait le patrimoine, le fonds enregistra alors plus d'un milliard d'euros de demandes de retrait, dont près de 300 millions pendant les trois jours qui précédèrent la décision de fermer. Cet énorme mouvement de décollecte absorba l'essentiel de la liquidité du véhicule, obligeant le management à geler les retraits et

⁵³ nous utiliserons indifféremment le sigle **GOEF**, pour *German Open Ended Fund*, largement répandu dans l'univers immobilier.

⁵⁴ C'est très souvent le cas en Allemagne, les sociétés immobilières sont très intégrées à la sphère bancaire, les acteurs principaux du secteur étant filiales de grandes banques commerciales

fermer le fonds jusqu'à nouvel ordre. La *RREEF*⁵⁵ prolongea ensuite la suspension jusqu'en mars 2006, le temps de mener à bien une réévaluation complète du patrimoine.

Le mois suivant, deux fonds immobiliers détenus par *Kanam* connurent le même sort, après que des rachats de plus 700 millions d'euros de parts aient été sollicités en l'espace de quelques jours. La raison apparente était cette fois la dégradation du *rating* des agences de notation à l'encontre de la société mère, qui a conduit à un mouvement de panique parmi les investisseurs. (Les deux véhicules en question furent successivement ré-ouverts en mars et avril 2006.)

Intéressons nous plus en détail aux symptômes qui précédèrent la fermeture de ces fonds. A première vue, les troubles de *Grundbesitz Invest* semblent relever d'une cause fondamentale : en l'espèce, c'est la surévaluation des immeubles en portefeuille qui comportait les germes d'une crise larvée, témoignant de la faiblesse intrinsèque du fonds. Pourtant, un examen approfondi de la situation du fonds livre un éclairage plus nuancé. En rompant avec la tradition de renflouement des fonds par la maison mère, la *Deutsche Bank* n'a pas pour autant abandonné les investisseurs à leur sort : elle choisit d'offrir une juste compensation à une certaine catégorie d'entre eux, ceux qui avaient investis dans le fonds lors des deux années précédentes. Si le choix semble arbitraire, ses motivations n'étaient certainement pas innocentes : en toile de fond, il faut préciser que cette mesure discriminatoire est intervenue alors que le marché immobilier commercial manifestait déjà les premiers signes favorables d'une amélioration. Le management envoyait alors un signal fort aux investisseurs : dans le cadre d'un placement de long terme, il paraît légitime d'organiser au mieux la sortie des associés engagés depuis un certain temps déjà, à l'inverse de ceux qui auraient été tentés par un arbitrage rapide de leur position. Si les perspectives de marché s'étaient avérées plus sombres, ou que la crise s'était enlisée dans la durée, la stratégie adoptait aurait probablement été différente : il n'est pas question, en soi, de prendre en otage les investisseurs au sein du produit. En revanche, manifester moins de diligence à l'égard des spéculateurs de court terme ne paraît pas indécent, dans le cadre d'un placement immobilier présenté dès l'origine comme un engagement à long terme. Si l'ensemble des sociétés de gestion ne partage pas nécessairement cette vision⁵⁶, ce positionnement fédère néanmoins une frange large cette industrie. La différence de comportement entre *Deka Bank* et la *Deutsche Bank* traduit en quelque sorte le compromis entre la maximisation d'un capital "*image*" au détriment du capital financier, et vice versa, comme l'ont mis en évidence certains travaux académiques.⁵⁷

Alors que *Deka* pris soin de préserver la réputation de son fonds ouvert en le renflouant, la *D.B.* opta pour la stratégie inverse parce qu'elle pouvait faire le sacrifice d'un tel malus. La société n'avait alors pas grand intérêt au développement de sa gamme de fonds immobiliers ouverts, et semblait ainsi prête à sacrifier la réputation de ses départements dédiés, sur ce segment précis. La différence de priorités

⁵⁵ organe d'investissement immobilier de la *Deutsch Bank*

⁵⁶ Quelques mois auparavant, *Deka Bank* avait renfloué un de ses fonds en rachetant elle-même des parts en souffrance.

⁵⁷ voir notamment *Boot, Greenbaum et Thakor* (1993)

stratégiques pourrait s'expliquer également par l'approche différente de ces deux banques en termes de gouvernance : l'actionnariat international de la *Deutsche Bank* recherche plus volontiers la maximisation rapide du profit, tandis que la structure du capital de *Deka*, émiétée entre les mains de petits épargnants, l'oblige à prendre en considération des horizons de plus long terme.

Mais avec le recul, ces explications ne suffisent pas encore à appréhender toute la subtilité de la situation de l'époque. Un certain consensus se dégage pour stigmatiser la promesse de liquidité immédiate des fonds ouverts, alors que ceux-ci sont positionnés sur des actifs illiquides ; dans ce paradoxe réside à la fois leur meilleur argument de commercialisation, et leur plus gros défaut.

Sachant néanmoins que ce paradigme est largement accepté des investisseurs comme du public, il convient de se demander pourquoi la décision de fermeture de la *RREEF* a suscité à ce point les questions... Les chiffres qui relatent les performances du fonds apportent un éclairage particulier sur ce quiproquo. On observe en effet qu'à l'issue de la période de réévaluation (en mars 2006, précisément), le prix de rédemption des parts s'est trouvé atténué de... 2,4% seulement !

On peut donc sérieusement douter du caractère "fondamental" de la crise, imputable exclusivement à une faiblesse structurelle du fonds... La véritable nature du problème tiendrait plus à l'effet de panique lui-même, qui alimenta les demandes de sortie. Le cas de *KanAm*⁵⁸ vient corroborer ce postulat avec un peu plus de poids encore : son véhicule *Kanam Grundinvest*, au moment de la fermeture, était le fonds immobilier ouvert le plus performant d'Allemagne ! Ce donc bien les bruits qui courraient sur la santé financière de la compagnie, (et notamment d'un partenaire en difficulté coté US) qui ont provoqué sa fermeture, et certainement pas l'intégrité du patrimoine immobilier physique de *Grundinvest*... ! La distorsion entre les anticipations de marché et la réalité des expertises du patrimoine appartient traditionnellement au secteur coté... Or pour le coup, cette même distorsion est apparue au cœur des véhicules les plus emblématiques de l'univers immobilier non coté.

Ces épisodes successifs ont nourri le débat auprès du régulateur, en vue de procéder aux changements nécessaires pour encadrer le processus de liquidité. Jusqu'à la crise de 2005-2006, les fonds ouverts allemands détenaient généralement entre 15 et 25% d'actifs liquides, et pouvaient maintenir un niveau d'endettement à hauteur de 50% maximum de la valeur des actifs du fonds. (Quel que soit leur positionnement stratégique, ils devaient maintenir un niveau de liquidité spécifique, dont le minimum était fixé légalement à 5%, et ne pouvait excéder 49%.⁵⁹). La possibilité de retarder le rachat des parts était en outre prévue par les textes (sur une période allant jusqu'à deux ans, en cas de grosse sortie de capitaux), mais jusqu'en 2005, cette mesure de précaution n'avait jamais été actionnée. Une fois le mouvement de décollecte enclenché, les fonds connaissent encore des

⁵⁸ N'étant pas une firme détenue par une banque, *KanAm* ne pouvait par conséquent pas être renflouée à ce titre, en fonds propres.

⁵⁹ seuil correspondant au plafond fixé par l'InvG (*Investmentgesetz*, l'acte d'investissement allemand)

obligations réglementaires très strictes : plus de 40% de retrait entraîne la fermeture du fonds pendant 90 jours. Si la situation ne change pas, le management doit alors vendre la totalité des actifs !

Le risque est palpable : si les immeubles ne peuvent être vendus à leur valeur d'expertise, le marché connaîtra inéluctablement une dégringolade des prix... Un tel scénario serait dramatique pour l'ensemble de la place naturellement, spécialement quand on connaît l'impact des fonds allemands en termes de capitalisation et de volumes d'investissement. Par chance, l'effet boule de neige fut évité en 2006. La crise fut dissipée au moyen de ventes massives d'actifs, qui permirent de réinstaurer la liquidité, dans un contexte favorable il est vrai (les premiers signes de convalescence du marché immobilier intervinrent dans la foulée). Le législateur allemand tira rapidement les leçons de cette tempête passagère : depuis 2007, le règlement permet en effets aux GOEF de déroger à la fameuse obligation de remboursement quotidien des parts⁶⁰, si contestée.

Finalement, la conjoncture allait très vite éprouver le nouveau système : dès l'automne 2008, une douzaine de fonds ouverts allaient être contraints de fermer à leur tour, sous le poids d'un mouvement de décollecte considérable. Jusqu'en octobre pourtant, les liquidités coulaient encore à flots : au cours des huit premiers mois de l'année, les fonds immobiliers ouverts avaient même collecté près de 6 milliards d'euros nets, quand les fonds en actions n'engrangeaient "que" 600 millions sur la même période ! Les GOEF attiraient alors les investisseurs grâce à des performances historiquement stables, et se voyaient traités comme des alternatives sérieuses aux placements obligataires...

Puis la musique s'est arrêtée : la nécessaire recapitalisation d'*Eurohypo*, véritable colonne vertébrale du financement immobilier outre-Rhin, suffit à envoyer au marché un signal fort. Dans le même temps, le gouvernement d'Angela Merkel entreprit de garantir tous les dépôts bancaires, nourrissant les doutes des investisseurs sur la solidité du système. Dans les jours qui suivirent, les fonds ouverts durent affronter un déluge de requêtes de sortie, les petits porteurs se bousculant pour mettre à l'abri leurs liquidités... Le volume de décollecte dépassa même la barre des 5 milliards d'euros pendant le seul mois d'octobre ! Dans le souci de protéger les investisseurs restants, douze véhicules décidèrent de condamner temporairement les sorties. Ces fonds, parmi les plus imposants de la place, durent ainsi se résoudre à suspendre provisoirement les rédemptions, afin de prévenir une hémorragie fatale à leur existence. In fine, la mesure semble avoir été couronnée de succès : en décembre, l'industrie enregistrait à nouveau une collecte de 861 millions d'euros, dont un tiers concentré sur les fonds qui avaient suspendu les rédemptions en octobre !

Aussi puissant soit-il, l'arsenal législatif ne pouvait en effet contenir à lui-seul une lame de fond de pareille envergure. Institutionnels comme particuliers se désengageaient massivement : les

⁶⁰ En cas de demandes massives de rachats, les parts peuvent n'être remboursées qu'une fois par mois désormais, à une date prévue au préalable dans le prospectus du fonds.

fonds de fonds notamment, lourdement investis, tentaient de liquider leurs positions dans l'urgence, pour pouvoir satisfaire les requêtes de leurs propres investisseurs... Sous l'impulsion de la BVI⁶¹, les sociétés de gestion ont alors planché sur une refonte partielle du système de liquidité des fonds immobiliers ouverts. L'accent fut mis tout particulièrement sur la protection des investisseurs privés.

Plusieurs préconisations ont alors émergé. Sur un premier front, les GOEF se virent conseiller d'augmenter leurs niveaux de réserve de liquidités. Les seuils minimum ont été remontés de 5 à 10%. La révision à la hausse de telles poches de réserves vise à retarder le déclenchement du mouvement de retrait au-delà du seuil psychologique pour lequel les investisseurs perçoivent un frémissement négatif. La seconde direction tend à imposer un préavis légal de 12 mois pour les investissements consentis par des institutionnels, dans les véhicules de placement collectifs (autrement dit, ouverts au grand public). Le mécanisme discriminant peut également prendre en compte un critère de taille, pour tout rachat de plus d'un million d'euros par exemple, ou faire référence à un montant en pourcentage de l'actif du fonds. Enfin, l'idée d'une option permettant aux sociétés de gestion d'établir à leur gré des délais de préavis plus stricts fait son chemin. Elle vise à autoriser les gérants à stipuler un préavis temporaire (de 90 jours) pour toute rédemption supplémentaire, dès lors que le cap de 5% des actifs du fonds sont appelés dans un délai de 30 jours. Le principe de précaution vise tout particulièrement les fonds de fonds, otages de leurs propres impératifs de liquidité, et susceptibles à cet égard de déclencher un effet domino ravageur. Mais d'aucuns vont même jusqu'à suggérer que l'ensemble des institutionnels soient totalement tenus à l'écart des véhicules "grand public" à l'avenir... Cette dichotomie pourrait-elle devenir le modèle de référence ? Si l'idée mérite d'être creusée, précisons tout de suite que les sociétés de gestion (françaises, du moins), veulent à tout prix attirer les institutionnels dans leurs véhicules ouverts aux épargnants, pour les motifs exposés précédemment...

En tout état de cause, *« le package devrait offrir un cadre de protection efficace contre les rédemptions erratiques. A l'avenir, cela devrait permettre de réduire significativement la probabilité de voir à nouveau les retraits suspendus comme ce fut le cas, et protéger les investisseurs privés sans pour autant marginaliser les clients institutionnels »*, explique Wolfgang Mansfeld, Président de la BVI. Si l'on peut saluer les progrès notables de la réglementation, ces initiatives n'en restent pas moins des techniques palliatives, qui n'ont que peu d'emprise au stade précoce des crises de liquidité. Si l'industrie voulait agir sur la période d'incubation, c'est probablement du côté des méthodes d'expertise qu'il faudrait regarder. L'échelonnement dans le temps reste un problème insoluble. Les investisseurs attentifs à la baisse des prix du marché immobilier physique peuvent anticiper de facto une réduction du prix de rachat de leurs parts, et réaliser une "bonne affaire" en arbitrant rapidement

⁶¹ organe de tutelle des fonds allemands.

leur position... (voire en revenant sur le marché sitôt la dévaluation actée). C'est le propre de l'effet d'aubaine, que les investisseurs de long terme exècrent comme la peste.

De plus, la structure des portefeuilles de chaque fonds immobilier positionné sur un même créneau apparaît très semblable ; les investisseurs savent donc qu'il est improbable qu'un choc n'affecte qu'un seul véhicule de manière isolée, à moins d'une défaillance de gouvernance manifeste. Par conséquent, les difficultés d'un fonds immobilier servent de signal d'alarme en direction des investisseurs, opérant tel un indicateur de marché... c'est tout le problème des crises auto-entretenues (*self-fulfilling crisis*). Cette théorie fut brillamment développée, par *Diamond et Dybvig* notamment.⁶²

La grille de lecture proposée est tentante, pour expliquer les défaillances des GOEF : c'est essentiellement le rush des premiers investisseurs vers la sortie qui a nourri la précipitation des suivants, dans un réflexe panurgien bien connu des marchés... La crise de liquidité n'aurait donc aucune cause fondamentale grave, mais se serait alimentée elle-même jusqu'à atteindre des proportions dramatiques. C'est précisément ce type de crise qu'il convient de combattre en décrétant la suspension temporaire du fonds. Dans cette hypothèse précise – c'est peut-être la seule, par ailleurs – la fermeture constitue probablement le remède le plus adéquat. Pour étayer le propos, il suffit de regarder comment le marché a accueilli les décisions de fermeture de l'hiver dernier.

Le constat est édifiant : il semble que ces mesures aient été particulièrement bien perçues. Pour preuve, la collecte est repartie rapidement, et les grands fonds sont depuis à la recherche de nouvelles opportunités d'investissement... Une étude de la BVI tend même à prouver que ces décisions de suspendre ont même été parfaitement judicieuses, et constituent un outil efficace de protection contre le risque de liquidité ! Ainsi, la performance positive enregistrée pendant et après la suspension indique qu'aucune vente d'actifs "à la casse" n'est intervenue. L'analyse entérine la version selon laquelle les investisseurs n'auraient pas retiré leurs parts en raison d'une performance médiocre, mais bien dans un mouvement de panique ; l'expérience a montré que les fonds concernés avaient surperformé par rapport au marché global, que ce soit avant, pendant, et encore après la période de suspension ! Cette mesure de gel temporaire apparaît donc parfaitement judicieuse, et remarquablement appropriée à ce type de crise de liquidité. La suite des événements confirme cette lecture : les fonds ouverts allemands ont collecté 3,1 milliards d'euros⁶³ sur les 6 premiers mois de 2009⁶⁴, confirmant leur exceptionnel regain de forme.

Parmi l'ensemble des autres mesures qui émanent des cercles de réflexion allemands, l'organisation du négoce au cœur des fonds en suspens revient souvent. Le régulateur réfléchit ainsi aux moyens de soutenir le *trading* public des parts sur une plate forme d'échange, une fois le fonds

⁶² Voir notamment leur ouvrage "*Bank runs, deposit insurance, and liquidity*" (1983)

⁶³ d'après les chiffres communiqués par la BVI.

⁶⁴ Les GOEF ont même levé jusqu'à 900 millions d'euros de nouveaux capitaux pendant le seul mois de juin !

fermé. Les plus libéraux vont même jusqu'à encourager les transactions entre différents fonds détenus par une même compagnie, dans un souci de flexibilité salubre.

Une autre piste de réflexion conduit à évoquer la notation des fonds immobiliers ouverts : sachant que l'effort de transparence va de pair avec l'amélioration de la liquidité, l'idée mérite d'être explorée par les pouvoirs publics. On peut d'ores et déjà arguer qu'une telle initiative réduirait probablement de manière significative le risque de crise auto-générée...

Restera ensuite à s'attaquer aux causes fondamentales des crises de liquidités. En insuffisance respiratoire à chaque contraction sévère du marché, les fonds ouverts exhibent leurs limites au gré des marées de décollecte. Très attentif à ces péripéties, le régulateur français a d'ailleurs tenté de remédier en amont à ces insuffisances, dans le cadre de la réflexion sur les OPCI. Pour enrayer le risque de suffocation lors de ces exercices d'apnées soutenues, l'effort porte sur le développement d'une cage thoracique trop souvent indigente... C'est sur la base de ces convictions que l'OPCI fut modelé à partir de 2005, l'AMF⁶⁵ se montrant depuis lors intraitable sur la nécessité d'une large poche de liquidité.

En somme, l'industrie du non coté s'est projetée dans une nouvelle ère : augmenter "l'airbag" de liquidité, quitte à détériorer la performance immobilière, voilà le prix d'une respiration sereine...

❖ Les OPCI, ou l'histoire d'un virage assumé vers la liquidité.

La réflexion qui a présidé à la conception des OPCI reflète ostensiblement le virage négocié par l'immobilier non coté en direction de la liquidité. On peut relayer à cet égard les propos de Philippe Marini⁶⁶, qui a joué un rôle prépondérant dans l'essor de ce nouveau produit :

« [...] nous avons tâché, avec les OPCI, de trouver un symétrique aux SIIC, afin de diversifier l'offre de pierre papier et tirer les leçons de l'illiquidité des instruments spécifiques qu'avaient été les SCPI durant la précédente crise. Les OPCI traduisent une approche plus ouverte et plus large, reflétant différentes configurations de politiques de gestion et d'investissement. » Cette refonte du paysage de l'épargne immobilière était souhaitée depuis longtemps. Jusqu'à ce jour, les possibilités offertes aux institutionnels en matière d'investissement dans l'immobilier étaient peu nombreuses : il n'existait aucun véhicule de placement véritablement adapté à leur profil. Les foncières cotées relèvent du secteur boursier, tandis que les SCPI rencontraient toujours peu d'engouement, en raison de leur manque supposé de liquidité justement. L'essentiel de l'immobilier des investisseurs institutionnels est donc longtemps resté détenu en direct. « Aujourd'hui, les interrogations qui pèsent sur le marché de

⁶⁵ Autorité des Marchés Financiers

⁶⁶ Sénateur de l'Oise, et rapporteur de la commission des finances, à l'origine de l'adoption des OPCI en Droit français

l'immobilier ne perturbent pas les institutionnels, qui savent adapter leur stratégie, explique Frédéric Bol, Vice-président de l'AF2I.⁶⁷ Le vrai problème est celui de la valorisation et de la liquidité des actifs. Ce point préoccupe beaucoup les investisseurs. La crise (...) a laissé des traces, et les investisseurs souhaitent avant tout que les règles du jeu soient clarifiées. »

Au gré des heurts qui ont émaillé la trajectoire des produits d'épargne immobilière, la question de la liquidité a donc acquis une résonance particulière. Plus personne ne veut entendre parler de blocage de l'épargne, ni de vente des parts à prix bradé. Investisseurs comme épargnants exigent désormais de l'immobilier indirect une liquidité supérieure, qui peut relever de la quadrature du cercle. A défaut de solution miraculeuse, le progrès passe par des schémas profilés pour faciliter les sorties. La mise en œuvre des conditions d'une liquidité permanente demeure en cela le principal objectif poursuivi par les professionnels et les pouvoirs publics depuis l'origine : toute la dynamique du produit a donc été pensée pour répondre à cet objectif.

Le dispositif réglementaire relatif aux OPCVI fut introduit en France par l'ordonnance du 13 octobre 2005. La particularité du produit réside essentiellement dans le décalage structurel existant entre la liquidité de l'actif et celle du passif : le gérant doit être en mesure d'honorer les rachats sur chaque valeur liquidative, alors même que le compartiment immobilier du fonds ne présente pas systématiquement la liquidité suffisante. Lors de l'instruction des premiers dossiers de création d'OPCVI destinés aux épargnants, l'AMF a alors demandé aux sociétés de gestion d'éprouver la résistance du dispositif de liquidité envisagé sur leurs OPCVI, en s'appuyant sur des scénarii de *stress-tests* extrêmement sourcilleux. Selon l'institution, l'analyse de ces *stress-tests* n'a pas permis de conclure à la robustesse des solutions envisagées, chaque fois que la part d'immeubles serait supérieure au plancher minimal imposé par la loi. L'industrie s'est donc employée depuis à ajuster la mire, et affiner les aménagements de liquidité offerts aux investisseurs.

En préambule, les acteurs de la place se sont empressés de baliser le positionnement du produit, de façon à se prémunir contre les attentes excessives nées de son avènement. Une part non négligeable de l'effort destiné à prévenir les futures crises de liquidité intervient donc une fois de plus au stade de la commercialisation du produit. L'AF2I fixe clairement le cap : *« Par définition, l'immobilier n'est pas un marché liquide. La liquidité peut s'organiser, mais elle ne saurait être mise en avant. Pour cela, nous devons développer une certaine pédagogie, et accentuer la communication sur les produits. N'allons pas vers des montages qui dénatureraient totalement le produit en l'éloignant du sous-jacent immobilier. La financiarisation de l'immobilier est certes incontestable, mais il ne faut pas vendre l'immobilier pour de la finance. Les OPCVI représentent donc un instrument intéressant, à la condition que la politique de gestion soit clairement définie pour chacun d'entre eux*

⁶⁷ Association Française des Investisseurs institutionnels.

en fonction de ses caractéristiques. » Donner à l'épargne un outil permettant de sortir en cas de besoin est utile, mais il faut se garder de vendre un tel produit en affirmant qu'il est possible d'entrer ou de sortir à tout moment.⁶⁸ « *Les OPCI ne sont pas des OPCVM immobiliers* » proclamait une étude de l'Edhec, publiée en 2005. « *En laissant croire aux épargnants qu'ils peuvent entrer et sortir facilement, on (...) amplifie les fluctuations du marché* », résumait Noël Amenc, directeur de l'étude. Tout l'enjeu de l'immobilier non coté réside dans ce défi. Dernier millésime d'une industrie en constante évolution, l'OPCI a vocation à demeurer liquide pour les investisseurs contraints de procéder à des arbitrages ; en aucun cas à offrir aux investisseurs un produit immobilier parfaitement liquide. La nuance paraît insignifiante, mais détermine tout l'équilibre du produit. Il conviendra donc d'être extrêmement prudent dans la commercialisation de ces fonds immobiliers ouverts, la question de la liquidité demeurant particulièrement sensible.

L'OPCI fonctionne comme un régulateur : s'il n'y a pas d'acheteur, c'est lui qui assure la liquidité, avec une enveloppe de trésorerie minimale de 10%. Mais les biens immobiliers ne sont ni liquides ni fongibles, à la différence des actions. La valeur liquidative qui sert de référence aux souscriptions et aux rachats ne repose pas sur la valeur objective des actifs immobiliers, mais sur des estimations, ce qui a souvent soulevé des critiques. « *Offrir plus de liquidité oblige à pratiquer une gestion financière, et non immobilière ; l'OPCI n'est plus un fonds immobilier* » conclut N. Amenc. Nous ne rentrerons pas dans la polémique sur la véritable nature immobilière ou non de l'OPCI, qui sort du cadre de notre réflexion. Nous tenterons simplement de voir si ces nouveaux fonds immobiliers sont en mesure de répondre au besoin de liquidité exprimé par les investisseurs.

A cette question, l'auteur susnommé répondait de façon définitive : « *Non. Proposer aux investisseurs (et notamment au grand public) des fonds supposés être ouverts et liquides, alors qu'ils sont investis sur des sous-jacents non liquides, conduit à faire jouer à l'OPCI un rôle de "market maker", dangereux et incompatible avec l'esprit d'un fonds ouvert. Au mieux, pour assurer cette liquidité, l'OPCI sera fortement investi dans des actifs qui auront peu de liens avec le marché de l'immobilier* (ndlr : jusqu'à 40 % du capital de l'OPCI peut être investi dans des actifs non immobiliers). *Au pire, la liquidité sera effectuée par l'endettement du fonds, qui conduira les porteurs à se trouver surexposés au risque immobilier au plus mauvais moment : quand le marché sera fortement baissier et donc peu liquide. Les investisseurs ou les sociétés de gestion qui essaieront de soutenir leurs fonds paieront le prix fort de la liquidité, comme ce fut le cas durant l'été 2007 avec les OPCVM monétaires dynamiques, ou encore fin 2005 en Allemagne, avec des supports d'investissement assez similaires aux OPCI.* » Le réquisitoire semble imparable ; il omet⁶⁹ pourtant de prendre en compte un certain nombre de caractéristiques essentielles de l'OPCI, dont la mécanique révèle une appréhension du problème de la liquidité autrement plus subtile.

⁶⁸ Une fois encore, l'APPSCPI rappelle que le placement en pierre-papier "ne peut s'envisager que dans une optique de moyen ou long terme, et qu'il faut se défier des marchands d'illusions..."

⁶⁹ Pour relativiser la portée de ce parti-pris, précisons qu'un certain nombre d'entre elles n'ont émergé que postérieurement à ces propos.

Ainsi, bon nombre de contempteurs de l'OPCI soulignent à l'envi les difficultés de liquidité rencontrées outre-Rhin par les GOEF, en se demandant s'il n'est pas en train de reproduire un modèle qui pourrait donner lieu à pareilles déconvenues. A décharge, la fédération des gérants de fonds allemands publia l'an passé des recommandations⁷⁰ qui semblent elles-mêmes directement inspirées du dispositif imaginé pour l'OPCI ! Il serait donc injuste, pour ne pas dire insidieux, d'utiliser la crise des fonds ouverts allemands contre l'OPCI. La crise des GOEF était liée pour l'essentiel à un problème d'évaluation comme on l'a vu, conjugué au retrait massif des institutionnels. Le cadre dans lequel sont réalisées les expertises en Allemagne, et la fréquence d'évaluation adoptée, ne permettent pas de traduire dans la valeur liquidative l'évolution de la réalité des prix sur le marché immobilier. Autrement dit, ce à quoi les fonds immobiliers allemands ont été confrontés ressemble de près à ce que les SCPI avaient connu dans les années 90 : à savoir un décalage important entre les valeurs d'expertises retenues pour la valeur de revente des parts, et la valeur réelle des immeubles sur le marché immobilier. En ce qui concerne le retrait massif enregistré sur ces fonds par ailleurs, nous imaginons difficilement la somme des petits épargnants responsables d'un "appel d'air" de plus de 700 millions d'euros en 24 heures ! La question sous-jacente pourrait alors être formulée en ces termes : la sortie des institutionnels était-elle suffisamment encadrée dans les fonds immobiliers allemands ?

Assurément, la réponse semble négative, puisque les mesures proposées par le BVI sur ce point sont aujourd'hui très proches de ce que les OPCIs ont prévu en la matière. En l'espèce, la distinction entre investisseurs institutionnels et épargnants "lambda" pose les jalons des fonds immobiliers de demain. Ce développement nous offre l'occasion de rebondir sur un point essentiel du dispositif des OPCIs : son système bicéphale. A chaque cible d'investisseurs, un système propre : le grand public pourra effectivement investir dans un nouvel outil d'investissement collectif à long terme, profilé à ses attentes, tandis que la clientèle institutionnelle bénéficiera de produits dédiés, regroupés sous le sigle d'*OPCI RFA (à Règles de Fonctionnement Allégées)*.

Les OPCIs RFA furent les premiers à recevoir l'agrément de l'AMF. Certains fonctionnent avec succès, prenant la forme de *club deals* le plus souvent, ou répondant à des besoins d'externalisation d'un patrimoine immobilier. Derrière ces deux types de produits destinés aux institutionnels, difficile d'apercevoir un soupçon de liquidité. Et pour cause : dans l'OPCI RFA, la liquidité n'est pas une question en soi. En effet, ce sont les investisseurs qui choisissent délibérément de se lier pour une certaine période, autour d'un projet défini. L'OPCI RFA s'apparente donc à une sorte de *Private Equity*. Tout est organisé contractuellement. Très répandu dans les fonds immobiliers étrangers, la faculté de restreindre les modalités de liquidité est vite apparue incontournable aux yeux des professionnels du secteur, dans le souci de maintenir la compétitivité des OPCIs RFA EL (à effet de

⁷⁰ Par exemple, élargir les actifs éligibles aux actions de REITs jusqu'à 20 % du total de l'actif, augmenter la fréquence des expertises, publier la structure des investisseurs ou discerner ceux qui arborent un profil « significatif », etc.

levier) face à leurs homologues étrangers. Dès l'origine, les professionnels ont milité en faveur de l'instauration d'une faculté de liquidité restreinte. En l'espèce, au sujet des conditions de souscription ou rachat des parts d'OPCI, la loi renvoie au Règlement Général de l'AMF. Les professionnels ont donc fait pression pour que le texte soit infléchi en ce sens : le but étant de permettre qu'un fonds RFA EL puisse déterminer un seuil maximum⁷¹, au delà duquel les rachats sont suspendus à titre provisoire. Les règles spécifiques de liquidité restreinte doivent donc être établies dès la création du véhicule, et énoncées clairement dans le prospectus. Elles autorisent les gérants à n'exécuter qu'une partie des demandes lors de chaque séance de rachat, correspondant à un pourcentage de l'actif défini contractuellement. La société de gestion doit par ailleurs assurer le respect du principe d'égalité des porteurs dans la gestion des rachats. Pour cela, elle est amenée à appliquer un certain nombre de mesures adéquates, telle que la réduction de tous les porteurs à due proportion, ou le paiement au premier euro jusqu'à épuisement du volume alloué à chaque valeur liquidative. Les conditions de la liquidité au sein des véhicules à règles de fonctionnement allégées sont donc strictement encadrées, et font l'objet d'un consensus entre les forces en présence. Dans ces conditions, il n'existe plus de défi de la liquidité à proprement parler au sein des véhicules institutionnels... La question de la liquidité se pose donc seulement pour le placement destiné à l'usage du grand public.

« Ce n'est pas un hasard si l'AMF a donné ses premiers agréments aux OPCI qui s'engagent contractuellement à assurer la liquidité des clients dans un délai de six mois, quitte à faire mieux. Ce qui a également facilité les premiers agréments, c'est le plafond de 65% retenu pour la poche immobilière. » Le propos est d'Yves Mansion, membre du collège de l'AMF, et traduit bien toute l'attention portée par le régulateur à la liquidité des nouveaux fonds immobiliers ouverts.

Le contexte s'y prêtait par ailleurs : l'OPCI constitue le premier produit financier sorti après la mise en application de la directive MIF⁷², qui encadre strictement la distribution de produits financiers au grand public. Dans le même temps, les difficultés des fonds ouverts allemands rappelaient à toute l'industrie combien la question de la liquidité était cruciale. Confirmation d'un proche du dossier : *« [c'est] ce qui a conduit l'AMF, pour ce qui la concerne, à se montrer très attentive aux questions de liquidité et de valorisation. Pour les fonds RFA, le régulateur peut se permettre d'être moins pointilleux ; mais pour les fonds destinés au grand public, il est indispensable que l'argumentaire de vente ne trompe pas l'épargnant. Si l'on dit qu'un OPCI est solide comme la pierre et liquide comme une action cotée, c'est une double tromperie... ! Sur la Bourse des actions, la liquidité est quotidienne et la valeur connue quotidiennement. Mais dans un OPCI, il faut en moyenne six mois pour réaliser un*

⁷¹ hors cas de force majeure, et de demande de rachats émanant individuellement d'un porteur représentant à lui seul entre 20% et 99% des parts ou actions de l'OPCI.

⁷² pour "Marché des instruments financiers". Il s'agit d'une directive européenne de 2004, et transposée en Droit Français en 2007.

actif, et on n'en connaît la valeur qu'après coup... C'est pourquoi le régulateur a insisté sur les précautions à respecter vis-à-vis des épargnants. »

Quels critères l'AMF applique-t-elle alors, pour mesurer la liquidité ? Plusieurs points se dégagent. D'abord, et avant tout, c'est le volume et le contenu de la poche dite "liquide" qui cristallisent toute l'attention. De même, l'utilisation éventuelle de l'emprunt pour assurer cette liquidité apparaît non négligeable. Enfin, le réalisme du délai nécessaire à la réalisation de la promesse de liquidité concentre les derniers scrupules.

Réuni en séance le 1er avril 2008, le Collège de l'AMF a considéré, de ce point de vue, que les seuls OPCI permettant de gérer la liquidité dans des conditions satisfaisantes étaient ceux qui présentaient une composition d'actif diversifiée, consacraient une part significative aux actifs financiers et se réservaient la possibilité d'utiliser un délai de règlement des demandes de rachat de 6 mois. Le Collège s'est donc prononcé favorablement sur l'agrément des seuls OPCI⁷³ dont la composition cible d'actifs immobiliers non cotés était réduite à la portion congrue, faisant la part belle aux actifs liquides. Les deux premiers véhicules agréés avaient ainsi en commun d'avoir un maximum de 65 % de leur capital investi en immobilier (alors que la loi prévoyait à l'origine la possibilité de monter jusqu'à 90 %), et de garantir au souscripteur le rachat de ses parts dans un délai maximum de 6 mois.

Pour sortir de l'ornière les OPCI ne répondant pas aux critères énoncés ci-dessus, il a été proposé, sur demande des professionnels, de constituer un groupe de travail⁷⁴ afin de définir les conditions de gestion de la liquidité de ces nouveaux produits d'épargne immobilière.⁷⁵ Ce groupe de travail, présidé par Messieurs Hellebuyck et Adhémar, passa en revue une palette d'outils susceptibles d'être mis à la disposition des gérants, en vue d'optimiser la liquidité particulière de ces nouveaux fonds immobiliers. C'est l'occasion d'examiner ici de plus près les dispositions relatives à la liquidité des OPCI.

Le premier effort porte sur la détermination des valeurs de l'actif du fonds. Il est fondamental de tendre en toutes circonstances vers une évaluation des parts qui reflète le plus fidèlement possible le prix des immeubles. Si les valeurs d'expertises, de prime abord, apparaissent subjectives, elles gagnent en objectivité dès lors que les méthodes s'uniformisent (d'où le nécessaire effort d'homogénéisation des pratiques professionnelles). La financiarisation de l'immobilier a d'ores et déjà introduit plus de transparence : pour preuve, les écarts très faibles que nous pouvons constater entre les valeurs d'expertises et les valeurs de reventes, à partir de bases de données développées par IPD⁷⁶ sur le marché immobilier français. Dans cette optique, l'OPCI peut compter sur un dispositif renforcé : on note la présence de deux évaluateurs agréés par l'AMF, agissant tout deux de manière indépendante, et

⁷³ Gérés par *Ciloger*, ils sont distribués par *La Banque Postale* et les *Caisses d'Epargne*

⁷⁴ incluant notamment l'AFG et l'ASPIM, sous la bannière de l'AMF.

⁷⁵ L'objectif de ce groupe de travail était de proposer au Collège de l'AMF des orientations pour l'agrément des OPCI ne répondant pas aux critères mentionnés plus haut, c'est à dire investis à plus de 65% en immobilier non coté et/ou ne souhaitant pas utiliser la possibilité de porter le délai de règlement des rachats à 6 mois.

⁷⁶ *Investment Property Databank*, société spécialisée dans l'analyse des marchés immobiliers.

tenus responsables des valeurs communiquées.⁷⁷ Le rapport qu'ils établissent est communiqué à l'OPCI, ainsi qu'au dépositaire et au commissaire aux comptes, et même à tout porteur de parts qui en ferait la demande. La procédure de valorisation des actifs est ainsi répétée au moins quatre fois par an⁷⁸, comme le prévoient les textes ; dans les faits, les sociétés de gestion peuvent décider d'accentuer cette fréquence. Les valeurs publiées devraient donc gagner indiscutablement en sensibilité, diluant du même coup le risque lié à la brutalité des mouvements de marché. Dans la même veine, le souci de transparence déployé devrait dissiper le caractère nébuleux des expertises, dont de nombreux fonds immobiliers ouverts ont frais les frais par le passé – on pense en premier lieu aux GOEF bien entendu, qui ont concentré l'essentiel des critiques sur ce point. Le management de l'OPCI est appelé ainsi à veiller à la parfaite information du souscripteur sur les mesures spécifiques envisagées pour réguler la liquidité en cas de crise. (Et ce, dès les documents d'information préalables à la souscription, puis au travers de l'information régulière communiquée dans les documents périodiques sur l'évolution du support, illustrant la politique de gestion et de liquidité suivie.) La plupart des OPCIs semblent avoir fait le choix d'une valeur liquidative publiée tous les quinze jours. Cette fréquence devrait selon toute vraisemblance donner une bonne vision du marché. La réactivité des experts et celle des sociétés de gestion sur ce terrain constituera ainsi un premier pas en direction de la liquidité.

Le second impératif, destiné à prévenir toute situation d'illiquidité, concerne logiquement la capacité du réservoir de liquidités pures. Porté à 10% par l'ordonnance originelle, il semble voué à demeurer incompressible. Les fonds allemands ont montré que les crises les plus vives pouvaient en absorber l'intégralité, la mesure n'apparaît donc pas superflue. Dès les premiers symptômes d'illiquidité, il appartient ensuite au gérant d'adapter la fréquence des valeurs liquidatives de l'OPCI en conséquence. Plusieurs leviers existent à ce stade : l'espacement des valeurs elles-mêmes, ou encore l'allongement du préavis de sortie⁷⁹ selon les catégories de porteurs (qui s'apparente à une "création artificielle" du délai nécessaire pour revendre les immeubles au prix du marché). De même, le fonds peut opter pour un fractionnement des ordres sur plusieurs valeurs liquidatives, au-delà d'un seuil fixé préalablement (*gating*). Il convient pour cela de mettre en place un système de plafonnement des demandes de rachats par échéance, soit en volume de l'actif, soit en montant par porteur. Ce mécanisme permet tout particulièrement de favoriser la sortie immédiate des petits porteurs qui le

⁷⁷ Il semble important d'une part que chacune d'entre elles soient réalisées dans le respect d'une charte, commune à l'ensemble de la profession, et que s'appliquent d'autre part les nouvelles normes comptables IFRS autour de la notion de "juste valeur"

⁷⁸ une expertise annuelle, et trois actualisations trimestrielles.

⁷⁹ Le projet de règlement général mis en consultation proposait à l'origine d'encadrer de façon détaillée les délais maximum en matière de préavis, de retrait comme de règlement. Pour mémoire, ils conduisaient à un délai global maximal de 23 jours entre la date limite de réception d'une demande de souscription et sa date d'exécution, pour une souscription sur un OPCIs à périodicité de valeur liquidative inférieure à 1 mois* (Dont un délai dit « de préavis » de 10 jours entre la date limite de réception d'une demande de souscription et la date d'établissement de la valeur liquidative, 8 jours pour le calcul effectif de la valeur liquidative à la date arrêtée, 5 jours pour le règlement) Pour une souscription sur un OPCIs à périodicité de valeur liquidative supérieure à 1 mois, le délai est porté à 48 jours, incluant un délai de préavis de 35 jours entre la date limite de réception d'une demande de rachat et la date d'établissement de la valeur liquidative. Pour être complet, le projet fixait par ailleurs à 3 mois et 13 jours le délai compris entre la date limite de réception d'une demande de rachat et la date de règlement, pour un rachat sur un OPCIs quelle que soit sa périodicité de VL (dont un délai de préavis de 3 mois, entre la date limite de réception d'une demande de rachat, et la date d'établissement de la valeur liquidative).

souhaitent, en régulant le rythme de sortie des plus gros. L'augmentation des délais de règlement constitue là une arme prodigieusement efficace pour les fonds immobiliers, eu égard au caractère très ponctuel des crises de liquidité. En toute hypothèse, il peut sembler judicieux d'assurer en toutes circonstances des possibilités de sorties immédiates, soit au travers d'un marché externe entre les deux valeurs liquidatives, soit par une prime de rachat dégressive dans le temps : le choix est ainsi laissé à chaque porteur entre une sortie immédiate mais assortie d'un coût, ou une sortie différée sans pénalité, à une valeur liquidative représentative du prix de marché. Le règlement de l'OPCI prévoit cette faculté, à travers la mise en place d'éventuelles primes de rachat.

La segmentation des investisseurs cibles constitue encore une avancée importante. L'identification des gros porteurs (qualifiés ainsi selon un seuil de détention, soumis à obligation déclarative auprès de la société de gestion) peut alors donner lieu à des règles adaptées, telles que la limitation de 50% des sorties sur une échéance donnée. L'OPCI doit alors faire état dès l'origine du traitement réservé aux institutionnels qui représenteraient plus de 20% de son actif, par exemple. Dans le même ordre d'idées, la mise en place de ratios supplémentaires de diversification de l'investissement immobilier des OPCI pourrait être explorée. Il conviendrait alors de jouer avec la cyclicité des actifs en portefeuille, en imposant *de jure* une rotation des immeubles arrivés à maturité par exemple...

Enfin, dans la grande tradition des fonds immobiliers ouverts européens, l'OPCI peut avoir recours au levier dans les limites autorisées⁸⁰, s'inscrivant ainsi en rupture avec la pratique des SCPI. La capacité d'endettement en période de marché baissier est plus précisément encadrée, selon les règles imposées par le Code Monétaire et Financier. (Dans les conditions actuelles de taux, cette solution ne pénalise ni l'épargnant qui se désengage, ni celui qui reste.) Il est donc possible de "faire" des liquidités en empruntant ! A travers ces solutions multiples, l'OPCI détient les moyens de satisfaire l'objectif recherché, à savoir l'avènement d'un produit immobilier à liquidité intrinsèque performant en temps normal, et bénéficiant par ailleurs d'une liquidité renforcée en période de crise.

Concernant la politique de gestion de la liquidité proprement dite, la stratégie reste à la discrétion de la société de gestion. Au sein d'*UFG REM* par exemple, la Direction a décidé de distinguer deux périodes : une période de marché dite "normale", et une période "exceptionnelle". Pendant la période de marché dite "*normale*", le management estime qu'il n'y a pas de mesures particulières à prendre, concernant la liquidité. L'OPCI dispose de la totalité des moyens nécessaires à sa gestion efficace. La principale mesure réside dans la bonne valorisation du produit : lorsque cette

⁸⁰ à hauteur de 40 % des actifs immobiliers et de 10 % des actifs financiers.

valorisation⁸¹ correspond à la valeur du marché et aux attentes des investisseurs, et qu'une certaine confiance est établie en conséquence, la liquidité du produit est généralement assurée sans difficulté.

En période de marché "*anormale et exceptionnelle*" en revanche⁸², d'autres prérogatives ont vocation à être actionnées. La première mesure visant à satisfaire le désir de liquidité se porte sur des considérations "intrinsèques" : elle revient à utiliser la poche de réserves liquides du produit, dont le réservoir permet de recueillir jusqu'à 10 % de l'actif net du fonds. La seconde alternative interne réside dans le pilotage de la proportion de valeurs mobilières domiciliées en son sein. Pour ce faire, les gérants devront simplement éviter, au préalable, de se positionner sur des actifs dont le cycle de développement s'inscrirait sur le long terme...

A ce stade, l'OPCI révèle un profil relativement semblable aux fonds ouverts allemands, misant sur la souplesse de leur allocation pour absorber l'essentiel du risque de liquidité. Les difficultés passées des véhicules immobiliers germaniques suscitent donc encore des interrogations légitimes ; en cas de crise, cette poche de trésorerie potentielle suffira-t-elle à satisfaire les demandes de sortie ? De toute évidence, la réponse théorique ne peut être que négative en cas de crise extrêmement grave, quelle qu'en soit l'origine – financière ou immobilière. Ceci dit, si l'on accroît trop "tôt" les liquidités, l'impact sur la performance pourrait devenir pénalisant, et détourner les investisseurs de la pierre-papier. En somme, le bon fonctionnement de la liquidité dépendra en grande partie de l'efficacité de la gestion. Même s'il est toujours facile de refaire l'histoire *a posteriori*, convenons qu'il était possible de s'apercevoir, à l'aube des années 90, que les prix immobiliers étaient entrés dans une phase de surchauffe. En pareille situation, un gestionnaire avisé d'OPCI aurait pu décider de réduire l'allocation immobilière de son fonds, jusqu'au seuil minimum de 60% par exemple... Les 40% de valeurs liquides auraient alors permis de faire face aux demandes de retrait. (Pour prolonger le raisonnement hypothétique, un retour opportuniste sur l'immobilier entre 1995 et 1999 aurait même permis de profiter de conditions d'acquisition particulièrement favorables.)

Dans ces conditions, on imagine difficilement une crise systémique se révéler suffisamment aigue pour mettre à mal ce dispositif de liquidité des OPCI. Il faudrait dans l'absolu avoir absorbé 10 % de liquidités, puis 30 % de valeurs mobilières, voire le surplus lié aux 40 % d'endettement potentiel... ! L'hypothèse ne se présenterait donc que si en quelques jours, 60 à 65 % des associés "sortaient" du fonds immobilier...

Ceci étant, par prudence, le régulateur a envisagé le scénario de manière prudentielle, et l'industrie l'a intégré à ses aménagements. Bien lui en a pris : la suite des événements aller rapidement démontrer qu'une hypothèse aussi sombre n'avait pourtant rien de farfelue. Le 16 février 2009, *Santander Real Estate* a demandé au régulateur espagnol la suspension, pendant deux années au

⁸¹ En l'espèce, le groupe compte sur l'expertise trimestrielle des immeubles par professionnels indépendants, comme le prévoit la loi.

⁸² Une crise de confiance, un doute sur la sincérité des valorisations qui servaient de base au calcul, un krach boursier ou une contraction des prix de l'immobilier seraient susceptibles de faire apparaître rapidement des difficultés de liquidité.

moins, des remboursements de son fonds *Santander Banif Inmobiliario*.⁸³ Les demandes de retrait des associés, au 13 février 2009, s'élevaient en effet à 2,617 milliards d'euros, soit 80% de la valeur liquidative du fonds ! L'APPSCPI, soucieuse des intérêts des porteurs de parts français, s'est empressée de pointer du doigt la parenté des fonds immobiliers espagnols avec la nouvelle structure ouverte apparue dans l'hexagone... En pareille circonstance, l'objectif défini par l'industrie française fut pourtant d'éviter à tout prix la suspension de la liquidité du fonds.

Sur ce point, la philosophie de l'OPCI se démarque nettement des convictions partagées Outre-Rhin, par exemple. Par voie de presse, L'UFG livrait alors sa conviction sur le sujet : « *Les textes actuels sur l'OPCI sont de nature à assurer la continuité du contrat moral qui lie les sociétés de gestion [d'épargne immobilière] à leurs associés.* » Question de positionnement, donc : la pierre papier française repose sur un pacte tacite, dans lequel la liquidité ne saurait s'accoutumer d'une suspension arbitraire, sauf en tout dernier recours – et encore, la question de la liquidation pure et simple du fonds serait alors probablement posée. Il convient alors d'envisager des solutions alternatives.

La première méthode repose sur les délais de paiement. En cas de défaut de liquidité, le facteur temps est essentiel : un immeuble finit toujours par se vendre. De même, un produit investi sur des actifs immobiliers finit toujours par retrouver sa liquidité. Autrement dit, les mesures additionnelles qui pourraient être imaginées demeurent des solutions intermédiaires. L'allongement des délais paraît de fait la solution la plus naturelle. C'est le principe du *gating* : s'il y a plus de x demandes de rachat⁸⁴, le gestionnaire suspend la liquidité, prend le temps nécessaire à la réalisation des actifs, et sert les porteurs de parts de façon à ce que tout le monde soit préservé. Il est donc possible d'instaurer, sur la base d'éléments objectifs, un délai de remboursement qui peut s'échelonner entre zéro et six mois. Cependant, dans le souci de ne pas faire "subir" le risque immobilier au porteur durant cette période, le client de l'OPCI sera payé à la valeur liquidative à laquelle son ordre sera traité, c'est-à-dire 15 jours après. Si l'on ajoute cette faculté à la poche de liquidité constante (laquelle ne constitue ni une garantie, ni un nantissement pour des prêteurs éventuels), la potentialité d'être pris en défaut devient vraiment faible. Dans un souci d'exhaustivité, mentionnons enfin que le dispositif prévoit une faculté supplémentaire : la possibilité d'instaurer une commission de rachat.

Destinée au fonds, cette mesure permet d'éviter une inégalité de traitement entre les associés. En effet, si l'on fixe une valeur liquidative à laquelle il est obligatoire de rembourser un associé six mois avant de le payer, le marché pourrait avoir bougé dans l'intervalle ; il ne faudrait donc pas que le prix de l'immeuble sur la base duquel la valeur liquidative a été établie, se révèle nettement inférieur au prix qui a servi de référence à la valeur liquidative, une fois vendu. Dans un tel cas de figure, les

⁸³ Rappelons que *Santander* "n'est pas un petit établissement bancaire exotique", pour reprendre les termes de l'APPSCPI : c'est la banque la plus profitable d'Europe en 2008, avec un bénéfice de 8,87 milliards d'euros.

⁸⁴ valeur, en pourcentage de l'actif du fonds, déterminée par le prospectus lors de la constitution du véhicule.

associés restants paieraient le prix de la liquidité de ceux qui partent... Il est donc nécessaire que la valeur liquidative puisse éventuellement être légèrement pénalisée, entre le moment où de sa fixation et celui où le client est payé. Des études menées par les sociétés de gestion ont révélé qu'historiquement, jamais l'immobilier d'entreprise n'avait baissé de plus de 6 % sur une période de six mois. L'UFG par exemple a donc envisagé une commission de rachat équivalente à 6 % maximum. Cette surveillance permanente de la liquidité permettra de traiter le problème avant que le mal n'arrive...

Devant la diversité potentielle des OPCVI (en termes de fréquence de valorisation, de composition d'actifs, mais aussi de la clientèle qui constitue leur cœur de cible ou la multiplicité des réseaux de distribution), il paraît opportun de laisser à chaque société de gestion le soin de définir pour chacun des ces fonds immobiliers les mesures complémentaires de liquidité qui leur sont adaptées. Le dispositif semble offrir la souplesse nécessaire. Jean-Marc Coly (Directeur Général, UFG REM) en résumait ainsi l'esprit : « *L'idée forte étant que lorsque vous passez un ordre d'achat ou de vente, vous soyez globalement satisfait dans le mois, et que vous puissiez alors encaisser la valeur de l'immobilier* ». Dans un souci de maîtriser cette liquidité, la place parisienne s'est récemment dotée d'une palette d'outils juridiques adéquats, importés de l'univers de la gestion alternative, et dont la philosophie pourrait bénéficier tout particulièrement aux véhicules immobiliers.

❖ **La consécration des dispositifs d'encadrement des sorties, ultime étape vers la maîtrise globale du processus de liquidité.**

Plus que jamais, la crise de l'automne 2008 a remis sur le devant de la scène la nécessité d'assurer la liquidité au sein des organismes de placement collectifs, dont les fonds immobiliers constituent une sous-catégorie. Pour un fonds immobilier, la notion de liquidité dévoile des problématiques à tiroir. Avant tout, elle implique que le porteur puisse disposer de ses engagements (souscriptions / rachats) à tout moment, et surtout, à un cours représentatif des prix de marché des sous-jacents. Si l'on se place du point de vue du gérant maintenant, tout l'enjeu réside dans la capacité du fonds à liquider une part significative de son encours en cas de rachats massifs, tout en assurant la pérennité du véhicule et sa performance future si possible. « *L'expérience récente montre que les OPCVM peuvent être mis dans la situation de devoir liquider l'intégralité de la poche de trésorerie de leurs actifs, ainsi que leurs investissements les plus liquides lorsque le montant des demandes de rachat l'exige*, explique Jérôme Sutour, avocat associé au sein du Cabinet Francis Lefebvre. *Une telle situation a pour effet de priver ces organismes de la possibilité de réaliser de nouveaux investissements avant d'avoir liquidé leurs actifs illiquides, ce qui, par définition, est délicat. Plus*

grave, les porteurs restant dans le fonds sont pénalisés, dans la mesure où l'actif de l'OPCVM reste constitué principalement de ces produits illiquides, réduisant d'autant les possibilités futures de sortie. » C'est ce dernier aspect qui a concentré l'essentiel du stress de marché au cours de ces derniers mois : des flux de passif considérables se sont concentrés sur des préavis très courts, ce qui entraîna inéluctablement des difficultés de valorisation des supports concernés, précipitant du même coup les produits d'investissement dans une crise de liquidité systémique. Face à ce type de risque, les fonds immobiliers apparaissent relativement démunis... Plusieurs solutions techniques existent pourtant, en vue de juguler les symptômes d'un tel séisme. On peut citer à ce titre les mécanismes de *gating* et de *lock-up*, les fameuses *side-pockets*, ou encore la méthode du *swinging price*.

Ces techniques, développées de manière empirique avec l'essor des *hedge funds*, semblent avoir fait leurs preuves dans l'univers de la gestion alternative. Serait-il intéressant de généraliser leur usage, dans l'univers immobilier notamment ? Comment peuvent-ils être utilisés, et à quelle clientèle sont-ils destinés ? Autant de questions qui font l'objet de discussions entre les professionnels et leurs autorités de tutelle depuis un certain temps déjà, et qui pourraient dessiner les contours des fonds immobiliers de demain.

Pour resituer le contexte, il convient de mentionner les travaux titanesques conduits entre avril et juillet 2007 par un groupe de travail rattaché à l'Autorité des Marchés Financiers, et désignés sous la dénomination de *rapport Adhémar*.⁸⁵ L'objectif de cette commission visait à évaluer le cadre de régulation de la multigestion alternative en France, effectuer un diagnostic approfondi des forces et faiblesses de cette industrie, et proposer si nécessaire des évolutions. Cette mission s'inscrit dans le cadre d'un travail de fond mené par l'AMF, destiné à moderniser la place de Paris, et la rendre plus compétitive face aux poids lourds internationaux de la gestion d'actifs. La prise de conscience des défis de la liquidité figure manifestement au cœur de cet élan, ouvrant par la même occasion la voie à des aménagements ciblés en matière de gestion du passif. Puis de manière impromptue, l'ouragan de l'automne 2008 accéléra le mouvement, agissant comme un catalyseur. (Faut-il espérer des avancées rapides, quand on sait que chaque crise joue le rôle d'accélérateur de particules en la matière...)

Au plus fort de la tempête financière déclenchée par la chute de *Lehman Brothers*, il aura fallu une semaine à peine⁸⁶, pour que le gouvernement entende le cri d'alarme des sociétés de gestion, et libéralise les modalités de souscriptions et rachats des parts dans les fonds alternatifs.⁸⁷ Cette étape constitue une véritable révolution dans l'univers de la gestion d'actifs en France, à plus d'un titre.

⁸⁵ Du nom de Philippe Adhémar, membre du Collège de l'AMF et président de la commission consultative *Activités de gestion individuelle et collective*.

⁸⁶ A la demande des acteurs de la place, l'Association Française de Gestion a interpellé l'AMF sur la nécessité de mettre rapidement en œuvre cette mesure, dans un courrier adressé en date du 16 octobre 2008 – voir sur le site de l'AFG.

⁸⁷ A travers l'adoption de l'ordonnance n° 2008-1081, portant réforme de la gestion d'actifs pour compte de tiers.

Plus précisément, les mesures adoptées consacrent de nouveaux outils de gestion de la liquidité, conçus dans l'intérêt des investisseurs, et voués à renforcer la stabilité financière dans son ensemble. Parmi les principales mesures adoptées, on notera l'instauration d'un dispositif de cantonnement des actifs, ou encore l'instauration d'un véritable outil de gestion s'inscrivant dans la durée : les limitations de rachat. Cette réforme scelle ainsi l'introduction en Droit français des *gates* et autres *side-pockets*⁸⁸ empruntés à la pratique anglo-saxonne, et ouvre une nouvelle ère dans la gestion de l'asymétrie actif / passif.

Auparavant, la réglementation permettait bien à un OPCVM de limiter la faculté de rachat de ses parts en théorie, mais cette potentialité n'était jamais exploitée en pratique :

le régulateur considérait le recours à une telle disposition comme un manquement de la société de gestion « à son obligation de gérer ledit OPCVM en assurant la liquidité de ses parts »...

De fait, en dehors de circonstances extrêmes où la survie du fonds était menacée, les sociétés de gestion ne recouraient jamais à cette possibilité. On saisit donc là les prémices d'un véritable changement d'approche vis-à-vis du problème de la liquidité. A travers cette simple modification réglementaire, s'opère en effet un réel basculement : d'une exigence implacable envers l'organisme de gestion, on en vient finalement à assouplir les prérogatives du gérant, en vue de l'accompagner efficacement dans le processus de liquidité...

Si l'on s'autorisait une analogie juridique, on serait tenté de voir là une certaine atténuation de la responsabilité des gérants dans le mandat implicite de liquidité qui leur est confié... On glisse d'une situation de présomption de responsabilité à leur encontre, en cas de crise de liquidité, vers des mesures de protection et de sauvegarde, comme on si l'on reconnaissait enfin l'état d'incapacité temporaire du fonds à assumer lui-même les conséquences d'une crise de liquidité majeure...

A travers ces instruments, le législateur met à disposition des sociétés de gestion un arsenal d'outils performants, à même de répondre à l'ambitieux défi que représente la gestion de la liquidité dans les fonds. Nombre de véhicules positionnés sur le segment immobilier pourront en tirer directement bénéfice, des *hedge funds* immobiliers aux fonds de fonds dédiés, pour ne citer que les produits les plus "financiarisés" de la gestion alternative. Sur le marché français, leur utilisation potentielle concerne pour l'instant les OPC de gestion alternative, de type *ARIA*⁸⁹ ou fonds contractuels. (De source autorisée, les premiers fonds de fonds immobiliers devraient prochainement voir le jour, sous la forme "*Sicav contractuelle*", rentrant donc dans le champ de ces modalités.)

⁸⁸ Ces techniques furent introduites en Droit Français à l'occasion de la loi LME d'abord (*Loi de Modernisation de l'Economie*, votée le 23 juillet 2008 ; les modalités d'application furent publiées au Journal officiel le 24 octobre 2008, dans le cadre de l'ordonnance 2008-1081, réformant en profondeur le cadre de la gestion d'actifs pour compte de tiers.)

⁸⁹ à règles d'investissement allégées

Quant aux fonds immobiliers plus traditionnels, l'avenir montrera dans quelle mesure ce glissement leur aura été profitable. Outre l'amélioration globale de la liquidité dans la sphère financière, qui pourrait profiter par ricochet à l'ensemble des véhicules, la tentation d'introduire ces techniques dans le périmètre des fonds "grand public" constitue probablement la prochaine étape, sur le chemin de croix vers la liquidité. La contagion semble incontournable, reste à connaître les délais d'incubation... tout en s'interrogeant sur les répercussions multiples que ces mutations introduiraient dans le microcosme immobilier. Ce développement nous offre l'occasion de passer en revue ces outils, et s'intéresser de plus près aux perspectives qu'ils offrent aux fonds immobiliers de demain.

Le mécanisme de *lock-up* tout d'abord, qu'on pourrait assimiler à une période de sûreté, paraît déjà largement répandu dans l'univers des fonds immobiliers (même s'il s'adresse jusque là à une clientèle exclusivement institutionnelle). Son principe protège le fonds contre tout retrait précipité des engagements : il détermine une période incompressible, durant laquelle l'investisseur ne peut pas récupérer sa mise (de l'ordre d'un an, en général). Généraliser son usage pourrait protéger les fonds contre des accidents de *timing*, qui conduiraient par exemple une structure émergente à liquider ses positions tout juste acquises, pour honorer un mouvement de décollecte constaté au stade "prénatal".

La thématique des préavis de retrait (*notices*, dans le jargon des fonds) concentre elle aussi des enjeux cruciaux. Dans quelle mesure l'allongement du délai imposé peut-il améliorer la liquidité des fonds ? Au regard des mois nécessaires pour réaliser des actifs immobiliers, une extension proportionnelle du préavis engagée de façon arbitraire s'apparenterait à une véritable mesure de rétorsion, imposant quasiment un *lock-up* de fait. De plus, qu'advierait-il de la crédibilité d'un véhicule qui disposerait de toute latitude pour éprouver à sa guise l'élasticité des *notices*... ?

Une telle mesure doit être nécessairement arrêtée au préalable, ou encadrée par les autorités de régulation, sous peine d'éloigner de façon rédhibitoire les investisseurs. A contrario, un fonds immobilier qui jouerait la transparence, en fixant dès l'origine des délais de préavis conséquents, pourrait rencontrer un franc succès auprès d'une certaine catégorie d'investisseurs ! Ce choix délibéré ne ferait en somme qu'entériner l'engagement tacite de long terme, que nombre d'associés partagent implicitement au moment de la souscription...

Pour les fonds immobiliers, l'allongement des délais de préavis pourrait se révéler tout particulièrement salutaire. En effet, les mouvements de décollecte ne durent généralement qu'une poignée de semaines, quelques mois tout au plus : ils permettraient ainsi au management d'ajuster la mire, en prenant avec acuité la mesure du volume d'actifs à céder, sachant que la collecte sera très probablement orientée à nouveau à la hausse au moment de leur cession effective... Mais quelque-part, le soupçon d'antagonisme fondamental demeure, entre un concept de préavis excluant toute

spontanéité, et la notion même de liquidité, qui porte en elle l'exigence de réactivité. L'outil s'attache donc clairement à *maîtriser* le processus de la liquidité, bien plus qu'il ne l'*améliore*.

Le *gating*, pour sa part, consiste à prévoir la possibilité de plafonner les volumes de rachat, lors de chaque date de sortie. Ce mécanisme⁹⁰, bien connu dans les juridictions étrangères, permet ici encore de "restreindre" la liquidité du fonds, en étalant le processus de sortie. Le solde résiduel (non écoulé) est alors reporté sur les valeurs liquidatives suivantes, au *pro rata*. Cet outil permet aux sociétés de gestion de ne liquider qu'une partie du volume appelé⁹¹, en cas de flux exceptionnel de passif. L'avantage de cette technique réside dans la possibilité de limiter les effets dévastateurs des liquidations réalisées dans l'urgence, et préserver ainsi les intérêts des porteurs restants.

Les gates se distinguent fondamentalement du *lock-up* car il n'y a pas blocage complet des rachats : les clients peuvent toujours liquider une partie de leurs avoirs, ce qui permet de soulager les positions les plus périlleuses. En pratique, son mode opératoire connaît plusieurs variantes : il peut être appréhendé au niveau de chaque investisseur⁹², ou de façon globale, sur l'actif net du fonds.⁹³

Ce mécanisme permet une protection à moyen terme de la valeur des actifs d'un fonds ayant investi dans des actifs peu liquides, et soumis, à un moment donné, à des anomalies de marché. Il évite la vente "bradée" des actifs, tristement dilutive pour les investisseurs de long terme. Et contrairement aux techniques précédentes (préavis, ou frais pénalisants qui s'appliquent alors), ce mécanisme n'est susceptible d'être déclenché que très ponctuellement : lorsque des circonstances exceptionnelles le commandent. Selon le mécanisme décrit par *Allen et Gale*⁹⁴, l'ajustement échelonné des taux de rédemption permet aux fonds immobiliers de construire des réserves en temps de hausse du prix des actifs. Ces réserves peuvent être utilisées pour stabiliser les taux de rédemption au-dessus de la valeur de marché des actifs sous-jacents en période de baisse des prix. Ce mécanisme présente toutefois certains risques, qui supposent une "éducation" des investisseurs (ou du moins une communication adaptée auprès de ceux-ci), et un encadrement strict de son usage. Utilisé d'une manière abusive ou victime d'une communication hasardeuse, il pourrait en effet nourrir une défiance excessive des investisseurs, enclins à se prémunir de manière exagérée contre les risques d'illiquidité du fonds dans lequel ils investissent ; ils seraient alors tentés de réclamer par exemple une prime de risque anormalement élevée. Le danger serait également de voir certaines sociétés de gestion l'utiliser non pas comme une bouée de secours en cas de situation compromise, mais comme un authentique outil de gestion de la liquidité au quotidien, dont l'effet serait rédhibitoire pour les investisseurs.

⁹⁰ décrit sous le nouvel article L.214-35 du Code monétaire et financier.

⁹¹ La détermination du seuil de plafonnement reste à la discrétion des sociétés de gestion, en accord avec le mode de gestion du passif. En toute hypothèse, les modalités de limitations devront être prévues dans les statuts et règlements, et décrites de façon minutieuse ; les seules conditions préalables à leur exercice tenant à l'existence de « *circonstances exceptionnelles* », d'après les textes.

⁹² ce qui impliquerait cependant un suivi nominatif de chaque investisseur (ainsi que du montant de son ordre de rachat), peu compatible avec une distribution élargie...

⁹³ Le pourcentage se situe de façon générale dans une fourchette comprise entre 5% et 20% de l'actif du fonds.

⁹⁴ in "Financial markets, intermediaries and intertemporal smoothing" (1997)

Ces mécanismes doivent par conséquent rester marginaux, pour conserver toute leur efficacité. Ils apportent en effet une vraie valeur ajoutée au mécanisme de liquidité, en permettant de réajuster l'adossement des flux de passif à la valorisation des actifs.

Autre mesure phare issue de l'ordonnance du 23 octobre 2008⁹⁵, le cantonnement des actifs regorge de potentialités pour les gestionnaires de fonds immobiliers (il s'agit d'une pratique courante dans l'univers anglo-saxon, connue sous le vocable de *side-pocketing*). Dévolu pour l'instant à l'attention exclusive de la gestion alternative, ce schéma organise précisément les conditions de dévolution des actifs illiquides d'un OPCVM – dans un nouvel organe en l'occurrence, créé spécialement en vue de leur liquidation. Le nouveau dispositif vise à préserver les porteurs d'une fermeture irrémédiable du fonds, liée à l'impossibilité de réaliser une partie importante de ses actifs. Comment est-ce possible techniquement ? Par scission d'un même OPCVM en deux entités.

La première, fermée aux souscriptions et rachats, est détenue par les porteurs de parts de l'OPCVM lors de la scission. Elle détient des actifs illiquides, qui seront cédés au fur et à mesure des possibilités offertes au gérant. Sa gestion se révèle exclusivement extinctive, les parts étant amorties au fur et à mesure de la cession des actifs. Et en marge de cette première enveloppe, une seconde poche reste ouverte aux souscriptions et rachats, et détient les actifs considérés comme liquides. L'opération est réalisable uniquement si, après scission, l'OPCVM détenant les actifs liquides demeure viable, naturellement. Ce cantonnement peut être effectué via un mécanisme de scission, ou bien par un apport d'actifs. C'est la société de gestion qui initie l'opération.⁹⁶ En pratique, chaque actionnaire ou porteur reçoit un nombre d'actions égal à celui qu'il détenait dans l'ancien OPCVM, auquel s'ajoute un nombre égal d'actions du nouveau véhicule. Tout en conservant des parts du fonds investies en titres "sains", le porteur dispose donc en complément de parts représentant les actifs "toxiques" détenus par le fonds. Il reçoit donc des parts des deux compartiments, et peut ainsi continuer à opérer des flux sur le fonds disposant d'actifs liquides et sains. (A une toute autre échelle, la méthode n'est pas sans rappeler la piste d'un éventuel fonds de défaisance, explorée par l'administration *Bernanke* au lendemain de l'explosion de la bulle des *subprimes*, pour soulager le bilan des banques, et panser les plaies d'illiquidité...)

Le recours aux *side-pockets* permet ainsi d'isoler une partie des actifs illiquides – on pense très fort aux immeubles, inévitablement – en cas de circonstances exceptionnelles, et si l'intérêt des porteurs le justifie. Cette technique s'apparente à une "mise en quarantaine" des actifs toxiques (car

⁹⁵ Le cantonnement d'actifs illiquides dans des OPCVM contractuels spécifiques est devenu possible par arrêté dès le 19 septembre 2008, et figurait déjà à l'article 413-35-1. Ces dispositions ont donc été prises avant publication de l'ordonnance n°2008-1081 du 23 octobre 2008. Le dispositif de l'ordonnance s'est ensuite aligné sur celui de l'article 413-35-1 du Règlement général de l'AMF, à ceci près que le cantonnement par scission d'un OPCVM peut être réalisé plus rapidement : il ne nécessite pas l'agrément de l'AMF, mais doit lui être déclaré sans délai.

⁹⁶ non soumise à l'agrément de l'AMF, mais dont la réalisation tombe sous le contrôle du commissaire aux comptes.

illiquides, ou trop dévalorisés) qui pourraient menacer la pérennité du fonds, et permet de garder une marge de manœuvre pour les arbitrer dans des conditions sereines.

L'introduction des *gates* et du *side pocketing* offre à la gestion française les outils juridiques qui lui faisaient cruellement défaut. La plupart des fonds immobiliers dédiés aux institutionnels devraient intégrer les *gates* à leur arsenal de gestion, si ce n'est déjà fait.⁹⁷ La conjonction des deux mécanismes permet de préserver tant les intérêts des porteurs désirant sortir – une partie des rachats étant satisfaite – que ceux des porteurs restants, puisque l'intégralité des actifs liquides ne sera pas nécessairement affectée par les sorties. En ségrégant de surcroît les actifs illiquides dans un nouveau véhicule, la société de gestion peut continuer à mener son activité de gestion en conformité avec les objectifs initiaux. Le dispositif leur assure la possibilité de recueillir toute la moelle de ces investissements illiquides, tout en laissant à la société de gestion le temps pour les réaliser, et honorer ces engagements.

A ces nouvelles techniques viennent s'ajouter les travaux en cours portant sur les "*Swinging Prices*". Présentées comme des méthodes anti-dilutives par excellence, elles s'appliquent à éviter toute dilution de l'actif lors des mouvements de passif. Elles opèrent alors par imputation des frais de transaction (et autres coûts d'opportunité) sur l'encours du fonds. La valorisation en *swing pricing* des OPCVM prend en compte l'importance des flux, pour gérer au mieux les contractions de la liquidité. Associées à leur tour aux *gates* ou aux *side-pockets*, elles renforcent considérablement le dispositif de liquidité des véhicules de placement collectifs.

Cet arsenal dont disposent désormais les sociétés de gestion permet indéniablement de répondre de manière plus efficace à des brusques mouvements de marché. Il imprime plus globalement l'idée de la nécessité de lier désormais évolution du passif à gestion de l'actif, dans l'objectif d'une plus grande équité des porteurs. Le but est de « *faire comprendre aux porteurs que respecter l'horizon de placement est essentiel à la réussite de leurs placements financiers. Les allers-retours dans l'intervalle sont donc à éviter* », explique Alain Pitous.⁹⁸ D'où la nécessité d'établir des garde-fous, surtout quand le fonds est investi sur des marchés à liquidité limitée.

« *Cela permet de bloquer temporairement les flux de souscriptions, et autorise ainsi la gestion à déployer ses paris en toute sérénité, sans craindre de voir ses positions gagnantes diluées par un afflux de liquidités non désirées* », poursuit le banquier. Si cette mesure est saluée par les sociétés de gestion, elle ne contentera pas forcément les investisseurs...

La notion de liquidité devra donc être au cœur du discours des gérants d'actifs vis-à-vis des investisseurs à l'avenir. L'approche globale de la question a-t-elle vocation à être repensée, à mesure que les techniques de gestion dévoilent de nouvelles perspectives ?

⁹⁷ On peut craindre pour ceux qui ne mettraient pas en place ce type de mécanismes à temps, que les investisseurs concentrent le mouvement de décollecte sur leurs supports lors de la prochaine crise.

⁹⁸ Directeur des gestions actions, taux, diversifiées chez *Société Générale Asset Management*.

Existe-t-il une authentique demande des investisseurs en ce sens ? Le placement immobilier ne risque-t-il pas de se dévoyer en glissant ainsi vers la liquidité, jusqu'à perdre son identité ? Voilà autant de questions qui amènent à s'interroger sur les perspectives que réserve l'avenir à l'industrie immobilière ainsi engagée sur le chemin de la liquidité.

II) Quel avenir pour les fonds immobiliers sur ce chemin ?

En l'état, tout semble réuni pour que le glissement amorcé se prolonge au cours des années à venir. Dans cette optique, l'inépuisable vivier d'innovations financières suffirait à créer les conditions d'une dynamique pérenne, elle-même vouée à modifier en profondeur le rapport des fonds immobiliers à la liquidité. De même, un certain nombre d'opportunités conjoncturelles semblent plaider en ce sens, offrant ainsi à l'industrie un terreau favorable à la poursuite du mouvement vers la liquidité.

A.) Une dynamique appelée à rencontrer de nouveaux leviers

Selon les fonds immobiliers envisagés, le traitement de la liquidité diffère donc sensiblement. Néanmoins, c'est à travers l'allocation de l'actif que le problème est le plus souvent appréhendé : le levier le plus efficace à ce jour consiste à préserver une poche incompressible de liquidités, destinée à amortir les mouvements de sortie de capitaux. De nombreuses structures ont opté pour ce modèle (comme nous l'avons exposé plus en amont), à l'instar des fonds ouverts allemands, dont le réservoir de liquidités ne peut tomber en dessous de 5%, ou plus récemment des OPCI, contraints de maintenir en permanence la jauge au-delà du seuil des 10%. L'idéologie sous-jacente répond ici parfaitement aux exigences d'un fonds immobilier ouvert, et les dispositifs élaborés sur ce modèle révèlent, à l'usage, une amélioration sensible des problématiques de liquidité.

Pourtant, cette inclinaison entraîne toujours un coût d'opportunité évident pour les investisseurs : elle implique l'immobilisation d'une partie du capital, qui pourrait être affectée à des investissements immobiliers à haute valeur ajoutée, dans des placements traditionnellement peu rémunérateurs.

(Le manque à gagner se creusant à mesure que la part allouée aux actifs liquides augmente, naturellement...)

Une façon plus radicale de se positionner face au défi de l'illiquidité des portefeuilles immobiliers consiste à faire carrément abstraction du problème, en privilégiant une structure juridique de type fermée.⁹⁹ Les investisseurs s'engagent alors à conserver leurs parts pendant la durée de vie du fonds, elle-même ajustée au profil d'investissement souhaité (de 5 à 7 ans pour des fonds opportunistes par exemple, un peu plus pour les produits *core*). Plébiscité dans la sphère du *private equity*, le dispositif répond parfaitement aux caractéristiques de l'investissement immobilier, friand d'un horizon de long-terme. Mais la commercialisation de ce type de produits ne concerne qu'une audience avertie, composée le plus souvent d'investisseurs institutionnels. Le placement s'avère même parfois réservé à une frange infime d'entre eux, disposant d'horizons de placement suffisamment longs, à l'instar des caisses de retraite ou des banques d'investissement agissant pour compte propre – et à l'exclusion de *hedge funds* ou d'assureurs investis en unités de compte, par exemple, potentiellement soumis à des besoins court-termistes. Difficile d'imaginer dans ces conditions une contagion du phénomène aux véhicules structurés pour les petits épargnants... Cette alternative ne saurait donc représenter en elle-même une solution généralisable à l'ensemble de l'industrie, ni un remède pertinent au problème global posé par l'illiquidité des fonds immobiliers.

A ce stade, un constat sans ambages se dessine alors : malgré l'incontestable glissement de l'industrie vers la liquidité, les schémas traditionnels de gestion du risque d'illiquidité déployés dans le cadre des fonds immobiliers non cotés ne répondent que très imparfaitement aux besoins des gérants d'actifs, et peinent à satisfaire les exigences d'une communauté disparate d'investisseurs. La réflexion doit donc se projeter au-delà de ces sentiers classiques, en explorant toutes les pistes susceptibles d'aboutir à une amélioration globale de la liquidité.

Le premier axe de développement nous amène naturellement sur le terrain de l'innovation financière. Depuis les années 90 déjà, le mouvement de financiarisation de l'immobilier a clairement entraîné un raccourcissement des cycles d'investissement, et une modification en conséquence des risques de liquidité. De notre point de vue, l'avenir devrait confirmer cette évolution.

❖ **L'innovation financière comme vecteur de liquidité**

Dans cette direction, l'avènement de la titrisation a ouvert un premier front, en décuplant du même coup le champ des possibles. Le phénomène a introduit un changement radical dans les problématiques de financement immobilier : en rapprochant les marchés de capitaux et la sphère

⁹⁹ "closed-end fund", dans la terminologie anglo-saxonne.

bancaire autour d'un même projet de financement, elle a considérablement amélioré la liquidité globale du secteur. Dans le cas des titrisations de prêts hypothécaires dont l'objet est un immeuble commercial par exemple¹⁰⁰, le prêt lui-même est le plus souvent garanti par les loyers encaissés : la titrisation réduit alors sensiblement les coûts d'investissement, en abaissant les niveaux de fonds propres requis pour chaque transaction.¹⁰¹ Cette source de financement permet ainsi aux emprunteurs de se soustraire aux contraintes d'un endettement traditionnel, souvent limité par des ratios d'endettement sur fonds propres... Dans la mesure où chaque transaction est isolée dans un SPV¹⁰², la dette titrisée ne figure plus au bilan du cédant : ce type de montage peut donc se révéler très efficace pour des fonds immobiliers qui souhaiteraient accéder à un surcroît de liquidité, sans augmenter pour autant leur niveau d'endettement. Si la technique semble vouée à optimiser les problématiques de financement, et améliorer en conséquence la liquidité globale du secteur, elle ne peut toutefois constituer une réponse au problème de l'illiquidité tel que les fonds immobiliers non cotés le connaissent ; nous ne nous égarerons donc pas plus longtemps dans cette direction.

Un nouvel axe d'innovation touche aux structures d'investissement elles-mêmes. A cet égard, l'univers non coté a été marqué ces dernières années par l'apparition d'un nouveau véhicule, plus que jamais profilé pour réaliser l'amalgame entre la liquidité et la pierre : les fonds de fonds immobiliers.¹⁰³ Ces véhicules ouvrent incontestablement un nouveau chapitre de l'histoire du non coté, en vue de concilier l'exigence de liquidité avec les nécessités d'un engagement de long terme, propre à l'immobilier. Les fonds de fonds immobiliers peuvent en effet répondre de manière plus flexible aux demandes de remboursement, et pour cause : ils sont en mesure de négocier les parts de fonds sous-jacents sur un marché secondaire. Pourtant, chaque crise de liquidité devient une menace vitale pour eux : si chacun des fonds sous-jacents suspend les liquidités, c'est tout leur *business model* qui est menacé. En l'état, il semble trop tôt¹⁰⁴ pour évaluer dans quelle mesure l'essor des fonds de fonds sera de nature à améliorer de manière globale la liquidité du secteur. On peut toutefois supputer que la trajectoire des fonds immobiliers en sera impactée, si l'on en juge par l'évolution ressentie ces dernières années. Ces véhicules pourraient par exemple concentrer des investisseurs au profil plus "sensible" du point de vue de la liquidité (nous entendons par là des associés susceptibles de recourir à des arbitrages massifs, et sans horizon d'investissement prédéfini), et détourner des fonds immobiliers traditionnels une partie du risque associé...

¹⁰⁰ Il existe plusieurs formes de titrisation, viser si besoin l'excellent papier de l'AFG sur le sujet.

¹⁰¹ d'autant plus que le cédant conserve en général le rôle de gestionnaire des créances cédées (gestion courante, recouvrement, etc.) ce qui lui permet de devenir prestataire de service et ainsi de bénéficier d'une rémunération supplémentaire.

¹⁰² *Special Purpose Vehicle*, un véhicule ad-hoc.

¹⁰³ Le premier d'entre eux fut lancé en 2005, par une filiale du groupe *Aberdeen*.

¹⁰⁴ Pour l'heure, ce type de placement reste naturellement en dehors du périmètre grand public, et demeure l'apanage de quelques *happy few* institutionnels, engagés à un stade encore "expérimental" du produit.

Le paysage financier recèle par conséquent de potentialités à explorer, avec plus ou moins de visibilité cela dit. Mais dans cette quête d'efficacité, une technique nourrit d'ores et déjà tous les fantasmes en matière de gestion de la liquidité : il s'agit des produits dérivés, dont l'avènement annoncé dans l'univers de la gestion d'actifs immobiliers nourrit les espoirs de nombreux gérants.

Pour rappel, un dérivé est un contrat organisant entre deux parties le versement de flux financiers futurs, basés sur ceux d'un actif sous-jacent. Ces contrats sont particulièrement prisés sur les marchés financiers, pour gérer le risque de prix. ... Lors d'une transaction sur un produit dérivé immobilier, on échange donc la rémunération de la trésorerie contre le rendement total donné par un indice lié au marché de la pierre (ou l'inverse) ; c'est le cas des swaps notamment, qui représentent la quasi-totalité des opérations. En pratique, trois grandes familles de dérivés démontrent une certaine pertinence dans le cadre d'une exposition à l'immobilier : les swaps, les certificats, et les options. Les certificats de revenus immobiliers s'attachent à délivrer simplement les rendements affichés par IPD pendant un laps de temps défini à l'avance. Les swaps de rentabilité globale, eux, permettent à l'acheteur de recevoir le rendement de l'immobilier, en échange d'une commission. Enfin, les options offrent la capacité d'acheter ou vendre différents supports pendant une période déterminée, sur la base d'un prix fixé à l'avance.

Intrinsèquement, les marchés immobiliers ne constituent pourtant pas un terrain favorable à l'essor de produits dérivés. Ils se caractérisent en effet par une certaine opacité, une illiquidité patente, et un volume de transaction bien moindre qu'en Bourse. Mais la tentation de lorgner vers les dérivés reste vive, car les atouts sont légion : vitesse d'exécution des transactions, aptitude à sauter d'une position à l'autre (à des années lumières des quelques mois nécessaires à la réalisation d'actifs immobiliers physiques), absence de droits de mutation sur certains produits dérivés, et surtout coûts d'intermédiation minimes, sans commune mesure avec la rémunération des intermédiaires à une vente... L'inventaire des bénéfices attendus effleure ainsi bon nombre de chimères immanentes à l'investissement immobilier... !

Les premières émanations de ces techniques firent donc leur apparition dans le cénacle immobilier il y a une vingtaine d'années, mais la crise des années 90 leur porta vite un sévère coup d'arrêt. Elles ressurgirent finalement à l'aube des années 2000, sous l'impulsion d'une place londonienne dynamique. Le coup d'envoi fut donné par une décision de la FSA¹⁰⁵ permettant aux compagnies d'assurance-vie – dont on sait qu'une part importante de l'actif est investie en immobilier – de comptabiliser les swaps et contrats à terme (*forwards*) immobiliers dans le calcul de leurs ratios de solvabilité. Le premier swap de performance globale (*total return swap*) vit le jour dans la foulée,

¹⁰⁵ *Financial Services Authority*

en 2002. Les dérivés immobiliers affichent depuis un succès croissant, tant au Royaume-Uni que sur le continent, où le système a fait des émules. En 2006, l'ISDA¹⁰⁶ publia des définitions normatives pour les contrats de swaps immobiliers, leur offrant du même coup le format juridique indispensable à leur expansion. Celle-ci ne se fit pas attendre : le premier swap de performance sur l'indice *IPD France* fut conclu fin 2006 (entre *Merrill Lynch* et *Axa REIM*), puis la technique gagna l'Allemagne, la Suisse et l'Italie l'année suivante. Depuis, le marché n'a cessé de s'internationaliser : les places asiatiques enregistrèrent leurs premières opérations peu après, avec l'entrée en jeu de l'Australie puis du Japon aux 2^{ème} et 3^{ème} trimestre 2007. Sur la seule place londonienne, les montants transactés s'élevaient à près de 15 milliards d'euros avant la crise "post-*Lehmann*", soit près de 20 % du marché immobilier britannique. Le mouvement semblait alors plus timide dans l'hexagone, oscillant entre 3 et 5 % de l'investissement dans la pierre. (Soit un volume avoisinant les 850 millions d'euros, répartis sur 45 contrats.) Les chiffres restent donc modestes, comparés au volume d'investissement sur le sous-jacent physique¹⁰⁷ ; on peut d'ailleurs parler de marchés embryonnaires si l'on considère les volumes d'échanges enregistrés sur les autres classes d'actifs, tels que les taux d'intérêts.¹⁰⁸

A l'origine, ces produits dérivés sur immobiliers étaient destinés à une clientèle constituée en majorité d'*end-users* (investisseurs, foncières, utilisateurs...) souhaitant gérer leur positionnement immobilier de façon active – soit pour se couvrir, soit pour créer une poche de performance à côté de l'investissement immobilier physique lui-même. Cependant, très peu interviennent régulièrement sur ce marché dans les faits : la technique reste essentiellement confinée à un cercle de spécialistes et d'établissements bancaires. Les dérivés ont donc encore du chemin à parcourir avant d'inonder les marchés immobiliers. Aux Etats-Unis par exemple, de nombreuses tentatives de lancement ont avorté, essentiellement en raison de la qualité insuffisante des indices. On perçoit là tout le défi du secteur : l'obligation pour les supports utilisés de reproduire fidèlement la performance du marché immobilier.

Mais une fois cette difficulté surmontée, les dérivés révèlent une incomparable aptitude à traiter les faiblesses structurelles de l'immobilier : ils prodiguent une liquidité améliorée, engendrent des coûts de transaction moindres, ouvrent des perspectives d'exposition à des marchés difficiles d'accès, et – cerise sur le gâteau – permettent même de dégager de la performance à contre-cycle, lorsque les prix de l'immobilier s'effondrent ! Il ne faut toutefois pas perdre de vue qu'au demeurant, le marché se crée parce que les anticipations des uns et des autres diffèrent. L'expression de besoins divergents entre acteurs d'une même industrie est donc une condition indispensable au développement de produits dérivés. (On peut aisément imaginer d'un côté le souhait de s'assurer contre d'éventuelles fluctuations des prix de l'immobilier, et de l'autre des ambitions spéculatives, ou un besoin

¹⁰⁶ *International Swaps and Derivatives Association.*

¹⁰⁷ A titre indicatif, il s'élevait pour l'année 2007 à 78 Milliards d'euros au Royaume-Uni, et 28 milliards d'euros pour la France, données CBRE.

¹⁰⁸ Sur les marchés financiers classiques, les dérivés représentent régulièrement cinq à dix fois les volumes d'investissement sur le comptant.

d'exposition particulière, par exemple) Enfin, un fonctionnement totalement efficient implique la préexistence d'un marché sous-jacent fiable et transparent, disposant si possible d'un historique conséquent. Dès lors, comment les produits dérivés sont-ils susceptibles de faire le jeu de la liquidité des fonds immobiliers ?

Autant dissiper d'emblée toute inclinaison utopiste : ils ne sauraient incarner l'antidote absolu, et ne constituent certainement pas un remède *a posteriori* en cas de crise d'illiquidité. Mais de manière plus réaliste, leur usage peut révéler des vertus préventives, permettant d'étouffer nombre de départs de feu. Pour ceux qui avaient su anticiper le récent retournement de marché par exemple, il eut été intéressant de capitaliser sur ces prévisions méritoires, et cristalliser sur la durée une performance, quand tout le secteur enregistrerait des pertes... Comment ? C'est là tout l'intérêt des options, dont l'ingénieux mécanisme aurait permis de réduire à temps son exposition à l'immobilier, et prendre date lorsque la courbe des rendements semblait au plus haut. Techniquement, l'opération consiste à prendre des positions vendeuses nettes sur le marché. Ainsi, si la conjoncture se dégrade, la baisse des valeurs d'actifs sous-jacents sera compensée par une augmentation de sa position vendeuse sur l'indice (grâce à l'évaluation *Mark-to-market* du swap), à condition bien entendu que le gérant ait établi une position optimale, qui minimisera la volatilité de son portefeuille immobilier. Saluons ici l'innovation, qui offre aux professionnels de la gestion d'actifs immobiliers les moyens d'être plus *fourmi* que *cigale*. L'image laissera difficilement insensible une industrie qui a su prospérer sur la gestion d'une épargne-retraite, et qui vénère avant tout la sécurité du placement. Il convient toutefois de tempérer la portée d'une telle solution. Toute la limite du mécanisme réside en effet dans son fondement : si les acteurs anticipent tous de la même façon les évolutions de marché, point de transactions.

Structurellement, les investisseurs restent positionnés '*long*' sur l'immobilier. Or, dans l'optique d'une gestion stratégique de l'allocation, les transactions sur produits dérivés ouvrent clairement la voie aux changements tactiques de court terme. Le recours aux synthétiques permet ainsi une exposition '*short*', réduisant de manière drastique l'horizon temporel des placements immobiliers. Les cycles s'accéléralent, le marché gagne en fluidité. En cela, les dérivés constituent un formidable vecteur de liquidité du marché ; ils peuvent être exécutés rapidement et facilement.

Le contraste parle de lui-même : la vitesse de négoce frôle l'instantanéité sur le marché synthétique, alors que la réalisation d'un immeuble peut demander plusieurs mois, et que les fonds imposent fréquemment des délais de sortie du même ordre. Pour un institutionnel, la potentialité de nouer un contrat de swap immobilier, et le déboucler un an plus tard aux mêmes conditions, ouvre alors une fenêtre de tir idéale... Sur le terrain de la vitesse d'exécution, les dérivés immobiliers marchent dans les pas du secteur coté, offrant une réactivité théorique de tout premier ordre. De fait, le magnétisme pour la liquidité rencontre ici un pôle d'attraction sans égal !

En marge du critère de "réactivité" pure, l'illiquidité est également imputable aux coûts d'entrée sur le marché, lesquels tendent à s'effacer miraculeusement dans le cadre d'une exposition à travers les dérivés. En contournant les frottements de l'immobilier physique (frais de commercialisation, conseil, imposition, etc.), ainsi que l'ensemble des frais de *fund* et d'*asset management*¹⁰⁹ inhérents à l'investissement indirect, les produits élaborés sur la base des indices IPD offrent une liquidité bien supérieure. Le coût de l'opération apparaît marginal. Seul l'écart offre-demande (*bid-offer spread*) justifie une marge, ainsi que les frais de courtage s'ils sont applicables ; de fait, lorsque l'on compare aux frais réels engagés dans la pierre, le montant devient dérisoire.

En l'espèce, l'amplitude du *spread* s'apprécie elle-même en fonction de la liquidité du segment : il s'affine à mesure que les acheteurs et vendeurs potentiels affluent sur le marché, et inversement. Dans la pratique l'écart demeure bien plus fin dans l'univers synthétique que dans un marché immobilier traditionnel¹¹⁰, ce qui suggère un niveau de liquidité supérieur.¹¹¹

Les investisseurs stigmatisent pourtant toujours le manque de profondeur du marché, véritable défaut de jeunesse. Malgré des volumes croissant d'année en année, l'ensemble demeure immature¹¹², et les contreparties peuvent venir à manquer sur les plus grosses opérations. Or l'illiquidité agit comme un frein à la volatilité, laquelle est pourtant nécessaire afin de générer des positions non-alignées. Le marché des dérivés immobiliers sera-t-il un jour suffisamment fluide pour soutenir l'effort de liquidité des fonds ? La réponse apparaît polémique, et mériterait un développement à part entière ; ce n'est toutefois pas là l'objet de notre réflexion, nous nous garderons donc de nourrir le débat. On mentionnera simplement que le turnover observé jusqu'alors sur certains créneaux synthétiques s'approche des niveaux atteints sur les actions des REITS, tutoyant ainsi les cimes les plus liquides du compartiment immobilier.

Un usage judicieux des dérivés peut conduire à d'autres applications, plus fines encore, vouées à diluer le risque de liquidité. L'idée centrale vise à conjuguer le recours aux dérivés avec la cyclicité des actifs. Dans cette optique, on pourrait imaginer une stratégie s'appliquant à *hedger* systématiquement les actifs producteurs de cash-flows longs mais illiquides (au travers de contrats de swap par exemple), et garder en première ligne les immeubles les plus matures, susceptibles d'être réalisés. L'avantage appréciable pour un investisseur de taille, c'est d'éliminer ainsi les barrières à l'entrée inhérentes aux grosses transactions immobilières, et même contourner la difficulté à trouver les actifs désirés. Plus besoin de considérer l'horizon de détention comme "long terme" de manière

¹⁰⁹ avec pour corollaire, les commissions de surperformance, pénalités de sortie et autres forfaits divers.

¹¹⁰ Le *spread* varie généralement au sein d'une fourchette comprise entre 1 et 1.5% - légèrement plus en dehors du Royaume-Uni - quand l'investissement direct et les véhicules de placement collectifs affichent 10 à 20%

¹¹¹ « si la liquidité doit être mesurée à travers le *bid / ask*, alors 'oui' le marché peut être qualifié de liquide, avec un *spread* de quarante points de base sur les segments les plus actifs - Les All property UK » dit Loic Guilloux, *Managing Director* chez Merrill Lynch.

¹¹² On estime qu'environ 40% du volume transacté correspond à de l'inter-banque pour l'instant, source Merrill Lynch toujours.

intangible, et de provisionner en conséquence l'illiquidité de ces actifs... La solution synthétique permet de prendre position sur un créneau immobilier sans avoir à porter matériellement l'immeuble !

Il y a peu, un institutionnel qui souhaitait réduire son exposition n'avait d'autre solution que de céder une partie de ses actifs, consommant beaucoup de temps et engendrant des coûts de transaction élevés. Grâce aux dérivés désormais, nul besoin de céder les immeubles : le risque immobilier est transformé en risque de taux durant une période définie à l'avance, allant généralement de un à cinq ans. La méthode se pose donc en sérieuse alternative à la vente des actifs, d'autant plus qu'elle épargne à l'investisseur le désagrément de vendre dans un marché orienté à la baisse.

On peut identifier là un progrès considérable du point de vue de la liquidité en général, dans la mesure où ça permet de se positionner concrètement sur un actif sans même disposer de cash portefeuille. De façon analogue, vendre l'indice est une excellente manière d'alléger sa position sur le secteur, sans avoir à se dessaisir physiquement des immeubles. Pour un fonds immobilier, cette technique permet donc d'assurer le besoin de liquidité sans se séparer matériellement des actifs – autrement dit, sans pénaliser le fonds à plus long terme ! Si l'on part du principe que la vocation d'un fonds immobilier reste la détention des actifs jusqu'à maturité des immeubles, et que l'arbitrage ne doit être effectué qu'en dernier ressort, les dérivés offrent là une marge de manœuvre prodigieuse aux sociétés de gestion. Tout l'enjeu pour elles consistera alors à savoir réduire à bon escient leur exposition à l'immobilier, de manière temporaire, pour éviter la contrainte d'arbitrer un portefeuille dans sa totalité – et traverser les zones de turbulences sans effet préjudiciable à la liquidité du fonds.

L'industrie immobilière a probablement tout intérêt à promouvoir ces outils. Ils portent en eux le germe d'un vaccin efficace contre l'illiquidité. Ils pourraient surtout offrir aux institutionnels un substitut enviable à l'arbitrage franc et massif de leurs positions. Plutôt que de toquer à la porte d'un véhicule pour demander à en sortir, les assureurs et autres fonds de pension auraient recours à des swaps pour ajuster leur allocation... ainsi, plus d'appels d'air massifs fatals à la liquidité du fonds ! Les volumes réduits d'appel de capitaux, et la plus grande liquidité qui en résulte, amèneraient également un surcroît de flexibilité dans l'exécution des stratégies d'investissement immobilier...

Enfin, la conception de l'endettement comme réponse au besoin de liquidités pourrait également être bouleversée. Lorsqu'une crise génère un stress ponctuel de liquidité, le recours à la dette apparaît en effet comme une option privilégiée par les fonds immobiliers non cotés – pour la fraction d'entre eux qui disposent de cette opportunité. Les cessions d'immeubles nécessitant des délais importants, le robinet du crédit demeure l'un des seuls moyens permettant de servir une liquidité immédiate. Mais la manœuvre introduit dans le même temps une menace importante : elle surexpose

aux risques idiosyncratiques de l'immobilier les investisseurs restants, via l'augmentation de l'effet de levier ! Sur ce point encore, le marché synthétique dispose d'amortisseurs.

En utilisant des swaps de performance, le gérant peut effectivement corriger la surexposition de son fonds : il lui suffit d'échanger la fraction excédentaire de l'exposition immobilière contre un taux variable (*Euribor*, plus une marge). Ce faisant, il neutralise la surexposition au risque immobilier des investisseurs les plus fidèles. Dans l'hypothèse où des souscriptions interviendraient peu après les sorties effectives, l'*asset manager* a toute latitude pour retourner ensuite sa position de swap...

La technique ouvre donc de nouvelles perspectives à l'industrie immobilière, en vue de maîtriser les variations de passif dans ses fonds. L'observation de la décennie écoulée suggère une corrélation étroite entre le marché immobilier direct, et le niveau de liquidité dans le marché non coté. Notre conviction, c'est que les dérivés immobiliers offrent désormais à l'industrie les moyens de déjouer cette fatalité. L'évolution des dérivés immobiliers ne se fera pas cependant sans celle de ses indices. La robustesse des indices IPD et l'indépendance à long terme de la société constitue donc un point sensible en vue de la croissance du marché.¹¹³ Dans un avenir proche néanmoins, l'émergence des OPCI pourrait contribuer à propulser ces outils sur le devant de la scène. « *Avant d'investir les liquidités confiées, les OPCI achèteraient la performance de l'indice IPD afin d'être exposés sur le marché et, au fur et à mesure de leurs investissements, réduiraient cette exposition sur indice* », anticipe Loïc Guilloux.¹¹¹ Pour conclure sur ce thème, notons que les motivations premières d'une allocation en immobilier traduisent de plus en plus une demande de *bêta* des investisseurs, c'est-à-dire une volonté d'exposition au risque spécifique du secteur. Une gamme complète de produits indiciaires répondrait parfaitement à ce souhait. *In fine*, son développement permettrait à la liquidité de se maintenir sur le marché synthétique, même lorsque les marchés direct et indirect se font plus arides... Gageons qu'un marché des dérivés dynamique constituerait ainsi un forum à la liquidité, dont les vertus bénéficieraient aux gérants de fonds immobiliers autant qu'aux investisseurs.

A travers les hypothèses envisagées jusqu'ici, les techniques financières révèlent un dénominateur commun : elles permettent de réduire sensiblement la consommation de fonds propres, ce qui favorise d'autant la liquidité du marché.

Mais dans la longue listes d'outils adossés à la pierre figurent également les '*notes*', (selon la terminologie anglo-saxonne) qui désignent des obligations structurées à caractère immobilier. Et contrairement aux schémas précédents, il s'agit là d'un réel investissement : des liquidités sont mises entre les mains d'un émetteur, lequel rétribue ce prêt sous forme de coupons indexés sur un indice immobilier. En proposant ces *notes* innovantes aux investisseurs, l'émetteur lève plus facilement des

¹¹³ En France, on évoque parfois la possibilité d'avoir recours à l'indice INSEE établi par les notaires, qui porte sur les transactions réalisées dans le secteur résidentiel, par ailleurs.

fonds pour financer sa dette, et conclut ensuite un swap avec une banque d'investissement, afin de transférer son risque immobilier en taux d'intérêt interbancaire. Dans l'absolu, les *notes* ne diffèrent pas fondamentalement des swaps, dans le sens où les deux outils s'attachent à répliquer les rendements tirés d'un investissement immobilier. Une nuance se profile néanmoins : sous le régime d'une *note*, il y a échange du principal (appelé également *notionnel*), ce qui n'est pas le cas pour un swap. Et si l'outil rencontre un certain succès chez les *fund managers*, c'est en partie grâce à ce détail : « ça ressemble à de l'immobilier », avec un transfert de cash, comme lors d'une transaction physique.

Derrière cette familiarité transparait une réalité implacable : « *Cash is king* », pour reprendre un aphorisme répété à l'envie en temps de crise. Un échange de liquidités qui se *matérialise* agira toujours, quoi qu'il advienne, comme un stimulus sur la confiance des investisseurs. La problématique introduit là une nouvelle dimension : le facteur psychologique entre dans l'arène. « *La liquidité, c'est la matérialisation de la confiance. Sans confiance, il n'y a plus de liquidité, et inversement.* »¹¹⁴

Et lorsqu'une crise de confiance se propage à l'industrie, ses effets deviennent rapidement incontrôlables pour les gérants de fonds, qui n'ont que peu de prise sur le phénomène.¹¹⁵

Chaque contraction du marché reproduit alors les mêmes mécanismes grégaires : les épargnants se précipitent massivement pour exercer leurs prérogatives de liquidités, dès lors qu'une portion significative d'entre eux aura agi de même au préalable, dans un réflexe pavlovien bien connu. Face à ce type de conditionnement psychologique, dont les gérants doivent se résoudre le plus souvent à subir les effets, l'industrie toute entière semble relativement démunie : seule la fermeture des véhicules d'investissement offre une alternative à l'hémorragie. Dans ce combat contre les effets dévastateurs d'une crise de confiance sur les fonds immobiliers, un début de solution (très imparfaite) réside du côté de la taille des véhicules, et plus largement de la profondeur des marchés immobiliers non cotés.

On discerne déjà une partie de l'enjeu : diluer ainsi le signal d'alarme émis par une frange isolée d'investisseurs désireux de sortir d'un fonds immobilier, de manière à le rendre insignifiant au regard de l'épargne restant engagée à long terme, et étouffer ainsi dans l'œuf toute crise de confiance potentielle. De façon plus générale, la croissance du secteur dans son ensemble devrait permettre une amélioration sensible de la liquidité des fonds immobiliers.

❖ Le salut par la croissance ?

De manière empirique, on sait que la notion de liquidité a souvent maille à partir avec la profondeur du marché envisagé. Sans surprise, le critère de taille revient d'ailleurs de manière

¹¹⁴ La phrase est de Xavier Lépine, *président du Directoire du Groupe UFG*

¹¹⁵ Cette inquiétude des marchés pourrait être comparée alors aux vents tourbillonnants qui attisent les incendies de forêts, qui réduisent les combattants du feu à l'impuissance et les condamnent à attendre un climat favorable...

récurrente dans les problématiques de liquidité des fonds immobiliers. Il même d'usage de postuler une corrélation positive entre liquidité et densité d'un marché – et de même, entre liquidité et taille des ordres sur le marché secondaire. Le phénomène reste toutefois difficilement mesurable (*Thompson & Waller*, 1988), car discerner les mouvements de marché dits "normaux" de ceux influencés par l'exécution d'un ordre de grande taille s'avère délicat. Mais de manière intuitive, on distingue aisément les bienfaits d'une telle dynamique : elle rejoint le principe bien connu de mutualisation des risques, qui s'attache à diluer les menaces intrinsèques dans le tourbillon de la granularité.

Au niveau du marché secondaire, *Kyle* (1985) décrivait la liquidité¹¹⁶ à travers trois attributs des coûts de transaction : la contraction, la profondeur et la résilience du marché. En l'espèce, la profondeur référait à la taille d'une transaction susceptible d'impacter les prix du marché. Lorsque tous les investisseurs sont de petite taille en effet, les marchés se révèlent parfaitement liquides : aucun ordre ne suffit à déclencher un flux de nature à impacter le prix. A l'inverse, les arbitrages réalisés par des investisseurs imposants affectent l'équilibre des prix, et déclenchent parfois un phénomène d'illiquidité.¹¹⁷ A l'évidence, la présence de gros investisseurs affecte donc la liquidité des fonds immobiliers non cotés. Si cet effet revient comme un boomerang à chaque épisode de décollecte, le phénomène pourrait également se révéler un atout précieux, dans un univers où la liquidité est maîtrisée et les perspectives de sortie encadrées ! A cet égard, les fonds souverains pourraient bientôt bouleverser la donne : l'engagement massif d'investisseurs de long terme dans les véhicules immobiliers non cotés serait de nature à rendre la menace d'illiquidité quasiment imperceptible.

Ces fonds d'investissement dits souverains (*Sovereign Wealth Funds*¹¹⁸), créés pour gérer de manière active les réserves de change officielles de certains pays, ont d'ores et déjà dépassé ces dernières années les *hedge funds*¹¹⁹, en termes de montants d'actifs sous gestion. Pour reprendre la définition retenue par le département américain du Trésor, un SWF s'apparente à « *un véhicule d'investissement gouvernemental, fondé sur des réserves de change, et qui gère ses actifs séparément des réserves officielles des autorités monétaires.* » Cette description introduit un point essentiel : les liquidités d'un fonds souverain sont gérées séparément des réserves officielles.

Le détail a son importance : traditionnellement, les réserves de change étaient détenues exclusivement sous forme d'instruments peu risqués, les banques centrales poursuivant avant tout un objectif de sécurité. Les placements entrepris visaient alors une gamme d'actifs très étroite : de la dette souveraine libellée en euro ou en dollar (principalement des bons et obligations du Trésor américain), ainsi que

¹¹⁶ Voir supra.

¹¹⁷ viser en cela l'excellente étude de *Pritsker* (2002), qui examine le rôle des investisseurs institutionnels dans la détermination de la liquidité de marché.

¹¹⁸ nous retiendrons l'acronyme SWF, dont l'usage s'est démocratisé dans la littérature financière.

¹¹⁹ secteur qui pèse environ 2000 Mds \$

quelques métaux précieux, dont l'or naturellement. Le but premier des réserves extérieures de change étant de jouer un rôle stabilisateur sur le taux de change du pays, il apparaissait important qu'elles soient investies en actifs hautement liquides. Les stratégies d'investissement des fonds souverains se sont concentrées jusqu'à présent sur le marché obligataire, et dans une moindre mesure sur les portefeuilles d'actions. Affranchis de ces missions stabilisatrices, les fonds souverains peuvent se prévaloir d'attributions bien plus larges, et semblent capables d'investir dans toutes sortes d'actifs financiers ou matériels désormais. Selon toute vraisemblance, leur croissance devrait précisément s'accompagner d'un mouvement de diversification de leurs actifs, dont l'horizon balayera toute la gamme d'investissements potentiels. Une augmentation de la part risquée des portefeuilles de SWF devrait alors accroître la demande d'actifs à risque, ou de profil alternatif, afin d'en accroître le rendement. L'immobilier guette l'opportunité avec attention... !

Jusque là, le manque de transparence récurrent et la discrétion cultivée des fonds souverains a rendu pour le moins difficile toute anticipation de leurs comportements de marché. Il se murmure toutefois qu'ils accordent une attention croissante au secteur immobilier depuis quelques années, et certaines opérations viennent confirmer ce pressentiment. De nombreux arguments militent aujourd'hui pour l'entrée progressive de ces acteurs sur le segment immobilier.¹²⁰ Les fonds souverains ont "les poches pleines", et des horizons d'assez long terme pour n'avoir cure des turbulences de marché. Avantagement, ils n'ont pas besoin de lever de la dette pour investir, et y ont donc peu recours. Cela signifie que le *credit crunch* n'a pas réellement affecté leur capacité à se positionner à l'achat ces derniers mois ; en 2009, ils se sont même vu offrir une formidable opportunité d'acquérir des actifs immobiliers de qualité à des prix cassés, particulièrement sur des tickets très élevés (liés à des immeubles emblématiques, ou des foncières restant des valeurs sûres). L'encours des fonds souverains a d'ailleurs continué à croître en dépit du retournement de la conjoncture économique, atteignant le montant impressionnant de 3,22 trillions de dollars. Ils représentent toujours peu au regard des actifs sous gestion privée (2 000 à 3 000 Mds \$, contre 53 000 Mds \$), mais au rythme actuel, ils devraient doubler ou tripler leur taille d'ici quelques années.¹²¹

Cette croissance devrait profiter aux fonds immobiliers, à plus d'un titre. Les défis sur lesquels se sont construits les SWF révèlent en effet une certaine congruence avec la vocation de l'immobilier non coté. Pour les fonds souverains, l'objectif consiste à préserver leur nation des conséquences de la volatilité des revenus tirés de l'exportation de matières premières, et maximiser les richesses nationales

¹²⁰ Historiquement, la plupart des SWF demeurait peu exposée à l'immobilier, et se contentait d'acheter les immeubles en direct. Peu disposent d'un historique conséquent sur ce créneau, à l'exception notable de *GIC*, le fonds souverain de Singapour.

¹²¹ Il est improbable par ailleurs que des considérations politiques viennent altérer ce développement : la propriété du foncier aux mains d'investisseurs étrangers est bien établie dans les pays développés, y compris pour des immeubles « trophées ». Et puis, à moins que la transaction ait des implications en termes de défense nationale, elle attirera toujours moins l'attention qu'une entrée au capital d'un fleuron industriel national.

sur le long terme. Les SWF semblent avant tout s'attacher à protéger la valeur réelle de leur capital initial (à l'image des fonds de réserves pour les retraites par exemple, gros pourvoyeurs de liquidités pour les fonds immobiliers...). Cependant, ne disposant pas de passif explicite (à l'inverse des fonds de pension, justement), ces fonds d'investissement ont toute latitude pour adopter des stratégies plus offensives, guidées par la recherche du rendement. Les positions détenues constituent ainsi une sorte "d'assurance-vie nationale" pour les décennies à venir... « *Ces fonds souverains sont aujourd'hui confrontés à une vraie problématique de diversification de leurs actifs*, rappelle Adrienne Jablanczy, économiste et directeur général de l'Iseg.¹²² *Il leur faut obtenir le meilleur rendement, moyennant un risque contenu, car il s'agit ici d'épargne publique.* » La pression tend d'ailleurs à s'accroître depuis quelques mois : le prix du pétrole, sur lequel de nombreuses économies reposent, a considérablement baissé depuis le poids haut de juillet 2008. Les pays asiatiques et du Moyen-Orient (qui représentent presque 2/3 des acteurs des fonds souverains), ont également pris la tempête financière de plein fouet, enregistrant des pertes colossales sur les portefeuilles d'actions notamment. Voyant leur propre économie vaciller, tout comme leur marché immobilier domestique, ces fonds souverains furent naturellement tentés de rapatrier leurs liquidités, pour soutenir l'effort national. On peut citer à ce titre l'exemple du fonds Qatari, ou celui du Koweït, qui se sont attachés à soutenir l'effort de consolidation de leurs propres banques et des capitalisations les plus importantes du Golfe.

L'OPA annoncée des fonds souverains sur l'immobilier n'a donc pas encore eu lieu. Les plus grands fonds se contentent pour le moment de déclaration d'intention, et guettent les opportunités liées à la correction des prix. Toute porte à croire néanmoins que l'invasion des capitaux souverains dans la pierre aura bien lieu. L'approche des fonds souverains reste guidée par leur raison d'être, qui les conduit à investir pour le moment le surplus de réserves de change né de l'afflux de devises étrangères. Mais ces excédents ne dureront qu'un temps. Les revenus tirés du gaz ou du pétrole devraient fléchir au cours des prochaines années. Les pays dont la balance commerciale repose exclusivement sur cette perfusion sont donc dans l'obligation de trouver à substituer à ces ressources lucratives : leur survie économique en dépend, et avec elle le niveau de vie des générations futures. Les fonds souverains s'attachent par conséquent à cibler des segments offrant une croissance de long terme, sans se préoccuper outre mesure du rendement actuel, ou de la liquidité des positions !

Cette stratégie d'investissement définie, l'immobilier apparaît parfaitement en phase avec les exigences énumérées. Reposant sur des actifs tangibles, la pierre offre un placement sécurisé de long terme, générateur de cash-flows importants, ainsi qu'une diversification potentielle et pas ou peu d'enjeux politiques sous-jacents. Encore une fois, le manque de transparence des SWF rend leur activité dans la sphère immobilière difficile à tracer. On considère toutefois qu'une large partie d'entre eux demeure toujours exposée à l'immobilier de façon directe, en détenant des immeubles. Selon le

¹²² Institut Supérieur Européen de Gestion.

cabinet de recherche spécialisée *Prequin*¹²³ près de 73% des fonds souverains investissent déjà en immobilier, que ce soit directement ou via des fonds dédiés.¹²⁴ A l'image du GIC (*Government of Singapore Investment Corporation*, qui figure en cinquième position¹²⁵ avec 220 milliards de dollars sous gestion) certains d'entre eux investissent déjà très largement dans le secteur. A l'autre bout de l'échelle, on retrouve par exemple le fonds de pension du gouvernement norvégien, qui malgré sa taille de poids lourd¹²⁶, n'a toujours aucun immeuble en portefeuille ! Jusqu'au milieu de l'année 2008 en effet, le fonds n'avait pas la possibilité d'investir dans la pierre en son nom propre, ni par l'intermédiaire de fonds non cotés. Une récente décision du Parlement norvégien vient de changer la donne, et le mastodonte entend dorénavant allouer à l'immobilier un vingtième de son allocation globale... Une enveloppe d'investissement immobilier équivalente à 5% de l'actif du fonds représenterait alors un montant compris entre 15 et 20 milliards d'euros, soit un volume comparable à la capitalisation totale de l'ensemble des SCPI françaises !

Les autres fonds souverains les plus imposants ont montré eux aussi un appétit croissant pour le secteur immobilier au cours des deux dernières années. A l'origine, la motivation résidait dans la performance remarquable de l'immobilier par rapport aux autres classes d'actifs. Depuis le *credit crunch* et le déclin du marché immobilier qui s'en est suivi, la donne a changé mais l'attrait du marché reste le même : désormais, c'est l'envie de tirer avantage de leurs énormes capacités d'investissement en fonds propres et leur indifférence au court terme, en se faisant plus opportunistes. Les SWF accèdent ainsi à des immeubles de grande qualité à des prix attractifs. Ils ont actuellement un cible avouée d'allocation en immobilier comprise entre 5 et 10%, toutes formes d'expositions comprises. On estime pourtant que leur actuelle allocation est bien inférieure à ces proportions, avec un biais trop marqué par ailleurs pour la détention d'immeubles en direct. Le plus important d'entre eux, ADIA (*Abu Dhabi Investment Authority*, créé en 1997, qui gèrerait aujourd'hui près de 900 milliards de dollars), en offre un excellent exemple. Plus généralement, leur politique d'investissement révèle un tropisme manifeste pour les actifs trophées, illustré encore récemment par l'acquisition du *Chrysler Building* à New York, par l'*Abu Dhabi Investment Council*. Leurs affinités pour les actifs *prime* trouvent ainsi à s'exprimer régulièrement avec les centres commerciaux italiens, les immeubles de bureaux au cœur de la City, ou encore les hôtels de standing du monde entier. Pourtant, seuls les plus importants d'entre les fonds souverains ont la faculté de développer des stratégies immobilières globales, à travers des investissements directs. Les enquêtes d'intention montrent que la plupart d'entre eux ne souhaitent pas déployer la logistique nécessaire à la gestion de tels portefeuilles. Même

¹²³ *Private Equity Intelligence*.

¹²⁴ Le rapport 2009 détaille quelque peu la démarche : 61% d'entre eux autant de manière directe qu'indirecte, et 61% préfèrent des véhicules de type *private equity*, ci possible *value added* ou *opportunistes*.

¹²⁵ GIC se déclare lui-même parmi les plus grosses firmes d'investissement dans la pierre, revendiquant « *un portefeuille de plusieurs milliards de dollars de positions immobilières directes et indirectes à travers le monde entier, avec plus de 200 investissements dans une trentaine de pays différents.* »

¹²⁶ 2^{ème} fonds souverain en termes d'encours sous gestion, avec plus de 300 milliards de dollars.

le *GIC*, qui dispose d'un staff de 150 personnes dans 6 bureaux à travers le monde, recourt de plus en plus à la gestion indirecte, en particulier pour atteindre des marchés de niche et s'exposer à des marchés mineurs ou émergents. Or les fonds immobiliers non cotés demeurent l'une des options privilégiées à l'heure de s'engager sur un marché¹²⁷ : ces véhicules leur offrent alors la capacité d'être investis dans une gamme d'actifs plus large, et l'opportunité de *leverager* leur investissement d'une façon à laquelle ils ne pourraient prétendre en détenant les immeubles en direct. Les études semblent d'ailleurs indiquer que les fonds souverains feraient le même usage des fonds immobiliers que les investisseurs institutionnels classiques. Leur impact potentiel sur le secteur immobilier non coté serait donc énorme, à condition que leur pondération en immobilier soit significative.

Pour prendre la mesure du phénomène, l'actif sous gestion de ces fonds d'Etat atteint aujourd'hui 3.500 milliards de dollars d'après les équipes de recherche de *Merrill Lynch*, qui estiment que ce montant pourrait atteindre les 8.000 milliards de dollars en 2011 ! (Avant que le système financier s'effondre en octobre 2008, *CBRE* estimait pour sa part que les fonds souverains pourraient être amenés à dépenser, chaque année, 80 milliards à 100 milliards de dollars en investissement immobilier, pendant les sept prochaines années...¹²⁸)

Sur le long terme, leur potentiel de croissance paraît vertigineux. Les hypothèses les plus consensuelles (en l'espèce, nous retiendrons celles de *Morgan Stanley*) font état d'un encours avoisinant les 12 000 milliards de dollars en 2015. Dès lors, une projection à hauteur de 7% de leur capitalisation globale porterait leur encours en immobilier à près de 840 milliards de dollars, soit un peu plus de 580 milliards d'euros !¹²⁹ Pour resituer ce montant dans un contexte de marché immobilier, l'encours estimé des fonds ouverts allemands à fin 2008 s'élevait "seulement" à 90 milliards d'euros...¹³⁰

Quel que soit le verdict des chiffres, l'échelle en question suffirait à faire bouger les lignes de l'immobilier non coté de façon colossale. Pour mettre en perspective ces prévisions, considérons un instant le *turnover* total du marché immobilier :

en 2007 par exemple (année faste par excellence), il était évalué à 1000 milliards de dollars. Or, même en supposant que les investisseurs souverains n'aient pas vendu l'immobilier qu'ils détenaient jusqu'alors, le simple fait de se positionner à l'achat sur des parts de fonds immobiliers non cotés, à

¹²⁷ On pourrait se demander pourquoi les fonds souverains les plus transparents ont adopté massivement les véhicules non cotés, considérés comme plus opaques que les REITS et autres fonds cotés... Une des réponses réside dans le fait que ces fonds transparents sont aussi les plus à même de mesurer leurs performances annuellement. Or les caractéristiques de performance des sociétés cotées sont bien plus corrélées à celles des marchés d'actions, sur courte période, que ne le sont les parts de sociétés non cotées. Par conséquent, pour des investisseurs qui mesurent leur performance sur courte période, ils sont bien moins à même d'offrir la diversification attendue.

¹²⁸ Si l'on projette les approches actuelles d'allocations en immobilier, la part investie dans les fonds non cotés représente 20 à 30% du tout, ce qui chiffrerait entre 145 et 220 milliards de dollars les montants potentiellement investis par les fonds souverains dans cette industrie d'ici à 2015 (source *CBRE* toujours).

¹²⁹ Selon le taux de change en vigueur au 1er août 2009.

¹³⁰ Même les estimations les plus prudentes suggèrent un volume alloué à la pierre avoisinant les 700 milliards de dollars à l'horizon 2015, ce qui maintiendrait la part immobilière du portefeuille des SWF encore au dessus de la capitalisation totale des GOEF...

hauteur de 15 à 20% de leurs investissements immobiliers d'ici 2015, suffirait à faire exploser le marché secondaire de la pierre sur toute la surface du globe ! Les fonds souverains devraient donc devenir des acteurs incontournables du marché immobilier. Cette influence pèsera de tout son poids sur les fonds non cotés, qui semblent particulièrement à même d'attirer leurs liquidités.

Il est d'ailleurs probable que le secteur ne soit pas assez vaste pour absorber l'essentiel de leurs investissements... Les fonds souverains devraient alors se résoudre à acquérir directement des sociétés exerçant dans ce secteur d'activité, cotées ou non, en vue d'assembler directement un portefeuille immobilier à leur mesure. Plus globalement, la demande croissante d'actifs financiers émanant des fonds d'investissement souverains devrait bénéficier à l'économie mondiale. Fortement exposés aux devises étrangères (et n'ayant aucun engagement explicite de nature à entraîner un besoin de liquidité à court terme), ces fonds ont une plus grande capacité que d'autres investisseurs à prendre des positions longues, dans le cadre de stratégies de placement à long terme (de type "*buy-and-hold*" par exemple, dans le cas de l'immobilier). Aussi sont-ils susceptibles d'intervenir quand les prix des actifs baissent, permettant ainsi de contenir la volatilité à court terme des rendements financiers, et le niveau des primes de risque de liquidité par extension ! Leur présence croissante devrait donc être un facteur de développement à long terme des marchés financiers, et exercer une influence stabilisatrice sur le système financier mondial, éloignant un peu plus des fonds immobiliers non cotés l'ombre menaçante de l'illiquidité...

En marge de l'arrivée annoncée des fonds souverains, la sphère des fonds immobiliers non cotés surfe depuis quelques années déjà sur une dynamique de croissance impressionnante. Les statistiques des années écoulées témoignent sans peine de l'effervescence du secteur : d'après les données fournies par l'INREV, la valeur brute des actifs des fonds immobiliers non cotés s'élève à 220 milliards d'euros pour toute l'Europe, à l'exclusion des fonds immobiliers allemands. L'essor de ce segment fut impressionnant, puisqu'il pesait à peine 80 milliards une décennie auparavant. (85 fonds répertoriés en 1997, pour près de 500 aujourd'hui !). Il s'agit là d'un mouvement structurel très lourd, appelé à s'inscrire dans la durée. Cette certitude se nourrit d'une donnée essentielle : les pays occidentaux sont en proie à une crise profonde des systèmes de retraites. Pour Philippe Tannenbaum¹³¹, le débat sur l'allongement de la durée de travail « *est [d'ailleurs] une réponse ridicule au problème de financement des retraites. Les personnes confrontées à ce problème doivent trouver des actifs longs, identifiés, producteurs de cash-flow long. L'immobilier répond exactement à cette description, d'où le retour des fonds de pension vers [ces fonds immobiliers].* »

¹³¹ Senior Advisor, IEIF.

❖ La taille, meilleur allié de la liquidité des fonds immobiliers

Au seuil de la réflexion visant à créer les conditions du succès, le critère d'une taille suffisante semble incontournable pour les véhicules non cotés eux-mêmes, comme pour le secteur immobilier en général. Dans une tribune publiée par l'IEIF, Bernard Baret et Patrick Lenöel¹³² insistaient lourdement sur ce point : « *Au risque de paraître obnubilé par cette obligation "morale", il faut redire que la qualité de la liquidité de l'OPCI dépendra pour une large part de la taille des fonds eux-mêmes. On avait coutume de considérer qu'une SCPI devait atteindre environ 100 à 220 millions d'euros, pour disposer d'une bonne dispersion des risques immobiliers unitaires. Au passage, on notera que la taille des marchés secondaires en résultant demeurerait relativement modeste : quelque 5 à 10 millions d'euros par an, excluant de fait toute participation significative de la part des institutionnels. En OPCI, il serait donc souhaitable de tendre vers des tailles de fonds de l'ordre de 1 à 2 milliards d'euros, soit dix fois plus. Ceci permettrait d'associer des investisseurs de toutes tailles, particuliers et institutionnels dans des OPCI généraux.* » Il faudra enfin au gérant toute sa lucidité et son savoir-faire pour utiliser à bon escient les quelques outils "exceptionnels" prévus, destinés à fluidifier la gestion de l'actif et du passif, ou encore à prévenir les situations de crise.¹³³

A ce titre, la possibilité d'inclure les OPCI sous forme d'unités de compte dans les contrats d'assurance vie constitue certainement une étape cruciale dans le développement du produit. Une telle fenêtre de tir sur le "placement préféré des français" serait une véritable mine d'or pour la collecte !¹³⁴ A ce sujet, l'article R 131-5 a) du Code des assurances prévoit pour le moment un délai maximum de rachat de deux mois, pour qu'une part ou action d'OPCI soit éligible aux contrats d'assurance en unités de compte. Mais pour l'heure, la problématique des droits d'enregistrement n'a pas encore été résolue. La donne est simple : soucieux de prévenir tout abus de droit, le gouvernement a maintenu l'assujettissement de tout porteur de parts de plus de 20% d'un OPCI à des droits de mutation de 5% (acquittés à la revente de ses parts). Par conséquent, aucun assureur ne propose aujourd'hui d'unités de comptes basées sur des OPCI ! Le refus d'amendement concernant cette disposition tient probablement à des considérations de recettes fiscales. Aussi longtemps que cette contrainte ne sera pas levée ou contournée, le développement des OPCI grand public demeurera entravé¹³⁵, avec les conséquences préjudiciables que ce phénomène fait peser sur la liquidité du produit en définitive.

Last but not least, l'OPCI a été conçu de sorte qu'il puisse obtenir à l'avenir le fameux "passeport européen", dont la directive UCITS creuse le sillon. Il devrait ainsi pouvoir collecter hors

¹³² respectivement DGA, responsable de la gestion collective, et Directeur des relations institutionnelles de BNP Paribas Immobilier.

¹³³ Via l'allongement des délais de traitement par exemple, en cas de déséquilibre passager entre les ordres de souscriptions et de rachats.

¹³⁴ rappelons que l'encours des contrats d'assurance vie est évalué à plus de 1000 milliards d'euros (source *Les Echos*).

¹³⁵ Les SPPICAV, sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable, restent aujourd'hui cantonnées à trois supports commercialisables dans le grand public, de diffusion confidentielle pour les deux plus anciens et non significative pour le plus récent. Quant au FPI, fonds commun de placement immobilier, l'Autorité de Marchés Financiers n'en a encore agréé aucune version "grand public".

des frontières hexagonales, auprès de l'ensemble des investisseurs de l'Union Européenne. Cet élargissement conséquent devrait drainer des montants conséquents dans les fonds immobiliers, permettant ainsi de fluidifier leur liquidité, en améliorant la granularité du produit.

La taille croissante du marché immobilier non coté devrait conduire en outre le secteur à plus de transparence. A ce sujet, *Brennan & Subrahmanyam* (1995) puis *Roulstone* (2002) mirent tous en évidence une corrélation positive entre le nombre d'analystes couvrant une action, et la liquidité de l'actif sous-jacent. A la lumière de leurs conclusions, nous pourrions suggérer que le mouvement serait analogue dans le non coté, et encourager de fait l'industrie à développer le suivi de ces fonds immobiliers non cotés ; l'effort de transparence sera certainement profitable, *in fine*, à la liquidité du secteur...

En définitive, le secteur immobilier bénéficie clairement d'une dynamique favorable à la liquidité. Le chemin semble dégagé, et tout converge pour que les véhicules non cotés finissent par accomplir la prophétie d'un investissement immobilier liquide... Cette évolution est-elle souhaitable pour autant ? Les investisseurs, premiers concernés par l'enjeu, ont-ils vraiment intérêt à voir le placement immobilier basculer dans cette nouvelle dimension ?

B.) La tentation de la liquidité – Un tropisme en question

« *La liberté existe toujours ; il suffit d'en payer le prix* », disait Millon de Montherlant. L'effort de liquidité ne saurait déroger à la règle : pour goûter au mirage d'un placement immobilier liquide, l'industrie non cotée devra tôt ou tard payer la patente. Reste à déterminer dans quelle mesure le sacrifice pourrait sembler relatif, au regard des dividendes espérés – ou a contrario, si cette mutation risque d'imposer un tribut trop lourd aux investisseurs...

❖ « La liquidité a un prix... »

Les effets de l'illiquidité sur les prix des actifs financiers font l'objet d'études académiques depuis de nombreuses années. De manière consensuelle, il en ressort que le taux de rentabilité exigé d'un actif s'ajuste naturellement, de façon à refléter dès l'origine son degré d'illiquidité. Mais la perte de liquidité peut être également valorisée à l'image d'une option : son détenteur perd alors la possibilité de vendre quand le prix augmente. Ce développement nous offre l'occasion d'un petit encart sur le terrain de la dette. Pour les partisans d'un modèle à quatre quadrants, elle prend toute sa place dans l'univers immobilier non coté, aux cotés de l'investissement direct, indirect, et des dérivés. On l'avait exclue jusque là du champ de notre étude, focalisée sur les *fonds* immobiliers, considérant

que le sous-jacent ne relève pas de la pierre à proprement parler, mais de la sphère du crédit. Pourtant, le marché de la dette livre ici, du point de vue du coût de la liquidité, un éclairage intéressant : en l'espèce, le pricing de la dette au plus fort de la dernière crise¹³⁶ ne reflétait pas seulement le risque de défaut sur les emprunts, lequel sert habituellement de référence unique ; une seconde prime venait s'y manifester adjoindre, pour compenser le risque de liquidité dû au manque de *turnover* sur le marché... L'illiquidité conduit ainsi à "provisionner" le risque qu'elle implique, en matérialisant le surcoût estimé à travers une prime de risque.

Indiscutablement, la crise des *subprimes* aura consacré le retour de cette prime de risque sur le devant de la scène. « *Celle-ci est au placement immobilier ce qu'une femme amoureuse est à la vie : si elle est trahie elle commence par pleurer, mais finit toujours par se venger* », expliquait Alain Béchade (Directeur de l'ICH) dans une allégorie clairvoyante. Tout investissement immobilier doit ainsi composer avec deux gages insécables : une prime de risque locatif d'une part, destinée à sécuriser le cash-flow, et une prime de volatilité d'autre part, qui protège la valeur en capital. Au cours de la décennie écoulée, cet axiome a semblé parfois négligé, noyé par les perspectives idylliques de rendement absolu. Dans un contexte hautement concurrentiel, exacerbé par un coût de l'emprunt devenu dérisoire, l'abondance des liquidités a ainsi contribué à comprimer ces primes indispensables, jusqu'à les réduire à peau de chagrin. La crise a rappelé le marché à la raison : le taux du crédit ne doit jamais fonder la valeur d'un actif immobilier ! Certes, l'indexation des loyers protège déjà en partie le cash-flow contre l'inflation ; mais le spread entre le placement OAT et le taux de placement initial en immobilier rappelle à lui seule la notion de prime de risque... Le coût de l'illiquidité quant à lui fait écho aux coûts de transaction, les actifs les moins liquides supportant les frais les plus élevés. La prime de liquidité couvre donc la volatilité potentielle que pourrait subir la valeur de la pierre (un immeuble reste toujours captif de son marché, et soumis à des aléas économiques et financiers).

Ces deux primes ne sauraient être nulles, sous peine de fausser complètement l'évaluation du risque. Il convient donc de "provisionner" le risque de liquidité à travers une marge, liée au prix que l'investisseur paie pour récupérer sa mise rapidement et sans décote. La pratique montre que la prime d'illiquidité appliquée aux rendements immobiliers se situe généralement dans une fourchette comprise entre 50 et 150 points de base ; une contraction trop importante de cette "soupape de sécurité" constitue d'ailleurs l'un des symptômes les plus révélateurs d'une bulle, prophétisant implicitement l'imminence d'une sévère correction...

Chaque crise immobilière se charge ainsi de rebattre les cartes avec fracas. Dominique Carrel Billiard¹³⁷ observait déjà le phénomène en 2007 : « *Les investisseurs ont redécouvert le prix du risque, comme celui de la liquidité ; ces deux notions seront davantage mises en avant désormais dans le*

¹³⁶ cf. les spreads existants sur les RMBS et CMBS, pendant le dernier trimestre 2008.

¹³⁷ alors Directeur Général d'*Axa Investment Managers*.

dialogue avec nos clients, qui portait jusque là sur les notions de performance relative ou de volatilité de cette surperformance. » De fait, la dernière crise n'échappe pas à la règle : la correction des valeurs observée tout au long de l'année écoulée, associée à la une baisse drastique des taux d'intérêt, a fait bondir la prime de risque au profit de l'immobilier. L'exemple de la marge constatée sur un immeuble de bureaux en Ile-de-France, par exemple, est saisissant : Au 30 juin 2009, le *spread* entre le rendement *prime* de ce segment et l'OAT à 10 ans dépassait les 250 points de base¹³⁸, alors qu'il était encore négatif 18 mois plus tôt ! L'illiquidité apparaît donc *pricée* dès l'origine, intégrée au coût global de l'investissement. Le système comporte un risque majeur : celui de voir les épargnants de long terme supporter le coût des aménagements de liquidité offerts aux investisseurs plus ondoyants...

L'approche des investisseurs institutionnels en matière de liquidité des SCPI en offre une illustration édifiante. Les propos tenus par leurs représentants au sein des conseils de surveillance offrent ici l'occasion d'en prendre la mesure. Le discours est sans équivoque : « *à partir du moment où le sous-jacent est immobilier, disent-ils en substance, on accepte tacitement que le produit manque de liquidité, c'est dans l'ADN du produit... Dès lors, il faut accepter que la liquidité se révèle turbulente à l'usage, sinon on en paie le prix – en acceptant sans rechigner le principe des pénalités.* » Dans toutes les SCPI par ailleurs, le son de cloche se veut identique : « *La liquidité a un prix ! on a acheté un produit de long-terme, imparfaitement liquide, en connaissance de cause... Pénaliser les sorties anticipées semble donc légitime, presque mécaniquement induit.* » Pour eux fondamentalement, ce sont les particuliers misant en unités de compte au travers des contrats d'assurance-vie qui ont dénaturé le produit... et s'ils accueillent avec bienveillance les pistes de réflexion destinées à améliorer la liquidité, ils mettent le holà dès lors que les intérêts divergent. Par la voix de leurs représentants, les investisseurs institutionnels ne manquent pas une occasion de rappeler l'esprit du placement : « *les porteurs de parts sont là pour avoir un revenu, générer du cash-flow, et non pour acheter et revendre... particuliers comme institutionnels d'ailleurs ! (...) L'objectif est commun : c'est bien une recherche de revenu, certainement pas de la spéculation. Dès lors que des considérations spéculatives entrent en jeu, il y a distorsion du pacte tacite, et ça doit se payer.* » Devant la limpidité du postulat, une seule interrogation émerge alors : quel est le coût de cette aspiration pour la liquidité ?

« *La vérité est que la liquidité vient à un prix, et que ce prix c'est la performance. Au final, la liquidité incarne le St Graal, mais la performance s'avère aussi difficile à obtenir que le Graal lui-même.* »¹³⁹ Derrière ces assertions lapidaires se cache une appréhension partagée par toute la communauté des investisseurs : un produit qui gagne en liquidité perd d'autant en performance, et court le risque de vider l'essence même du placement immobilier de sa substance...

¹³⁸ D'après BNP Paribas Real Estate Transaction, le taux de rendement moyen a gagné plus de 200 points de base sur le segment bureaux en Ile-de-France entre le pic de 2007 et le début de l'été 2009, passant de 5,4 % à près de 7,5 %

¹³⁹ extrait d'un mémo publié par *HSBC Private Bank UK*, intitulé "Viewpoint – Property funds".

L'opportunité doit donc être examinée à la lueur du prix à payer en échange de cette liquidité. Pour illustrer concrètement le coût induit par l'effort de liquidité, nous pourrions ainsi être tentés de mettre en perspective les performances historiques des SCPI, avec les premières projections des OPCI. Plus légères et moins encadrées, les premières apparaissent clairement moins onéreuses au regard des coûts de gestion. A l'inverse, "*la liquidité de l'OPCI a un prix*", souligne Laurent Fléchet, Président du Directoire de *Ciloger*. Le véhicule doit en effet couvrir des frais liés à la publication plus fréquente des valeurs liquidatives, les expertises régulières, ou encore le recours à un dépositaire...

Au-delà des coûts de management, répercutés sur les commissions des gérants, la promesse de liquidité impactera forcément la performance pure du fonds. Dès février 2006, l'APPSCPI interpellait les investisseurs sur ce thème : « *le produit aura certes le mérite d'annuler une partie de la décote des SCPI, mais à quel prix pour l'associé ?* » D'autant plus que dans une période délicate pour les marchés, les liquidités sont très peu rémunérées...¹⁴⁰ Par conséquent, imaginer un OPCI – lesté d'une poche de liquidités consistante – tendre vers les mêmes niveaux de performance qu'un fonds immobilier pur, sur le modèle des SCPI, relève *en théorie* de l'impossible... On postule donc que ces nouveaux fonds immobiliers ouverts devront sacrifier quelques points de rentabilité pour délivrer la liquidité promise en toutes circonstances, même si nous ne disposons pas encore du recul nécessaire pour juger cette assertion avec acuité. Il convient d'ailleurs de cultiver le doute sur ce point : en projetant rétrospectivement les performances d'OPCI diversifiés sur les vingt dernières années, une étude de l'IEIF semble finalement conclure que la liquidité ne sacrifie en rien la performance ! La pratique livrera donc son verdict au cours des prochaines années, si les OPCI connaissent le développement attendu. Mais si l'immobilier non coté pouvait effectivement maintenir des taux de rendement comparables, tout en accédant aux exigences de liquidité, quel serait donc le prix à payer en échange de cette amélioration ?

Il faut en réalité composer avec une réalité plus subversive. Certes, sur le long terme, la rentabilité tend à se confondre avec la performance ; mais s'en tenir à cet horizon dissout l'impact d'une variable essentielle : la volatilité ! C'est précisément sur ce terrain que la facture pourrait être salée. La société de recherche *Lonsec* a publié récemment des données à ce sujet, mettant en exergue la capacité des fonds immobiliers non cotés à battre toutes les autres classes d'actifs, en résultat net avant impôts, sur les 10 dernières années.¹⁴¹ Or, si l'on examine dans la foulée les chiffres du secteur coté, celui-ci affichait des résultats sensiblement identiques, à ceci près qu'il présentait sur la même période une volatilité trois fois supérieure ! L'impact sur les prix de rachat pourrait alors s'avérer dispendieux pour les investisseurs... Ces derniers sont-ils prêts à en payer le prix ?

¹⁴⁰ 0,893% seulement pour l'Euribor 3 mois, au 31 juillet 2009.

¹⁴¹ jusqu'en février 2008.

❖ Le désir de liquidité à l'épreuve de l'introspection – Quelles ambitions pour les investisseurs ?

A l'occasion d'une table ronde organisée récemment par REITA¹⁴² (juin 2009), les professionnels se sont employés à passer en revue les défis actuels du secteur immobilier non coté. A la question de savoir si la tempête actuelle pouvait altérer la conception de la liquidité des fonds, la réponse s'est faite évasive : sur le fond, le *crash-test* n'aurait pas délivré d'enseignements révolutionnaires, et les problématiques d'avant crise demeurent les mêmes...

Pourtant, du côté de l'investissement, tout indique un retour aux fondamentaux. Avec un levier absent des marchés et des transactions gelées¹⁴³, on est entré dans une phase de redécouverte des prix. La perception de l'immobilier comme une classe d'actifs peu volatile a changé depuis la crise, et l'inertie des transactions amène toute la place à redécouvrir la fameuse illiquidité ancestrale des véhicules immobiliers... (Chez les investisseurs, le discours récurrent, en substance, est le suivant : « *on sera potentiellement acheteur en 2009-2010, mais avec une approche très conservatrice. On va se concentrer sur des marchés et secteurs que nous connaissons parfaitement, sans espérer une liquidité faramineuse...* ») Cette tendance pourrait-elle alors impacter durablement la trajectoire des fonds immobiliers ? Avec l'essor inéluctable des systèmes de retraite par capitalisation (partielle, du moins), on assiste du reste à l'explosion des véhicules immobiliers façonnés sur le modèle du *private equity*, emportant du même coup acceptation de l'illiquidité... Mais les investisseurs ne peuvent ériger ce consentement en dogme : la liquidité restera toujours synonyme d'efficacité ! Pour eux, c'est avant tout le moyen de réagir à des mouvements inattendus du marché, plutôt que d'en subir les aléas... Il y a donc fort à parier que le coefficient affecté à la liquidité s'envolera à nouveau dans les années à venir, sitôt dissipées les dernières effluves de la crise.

Dépassant aujourd'hui le vieux clivage entre fonds ouverts et fonds fermés, un nombre croissant de véhicules se développe sur un modèle parfois qualifié de "semi-ouvert", à l'image des GOEF ou des OPCI. Autrement dit, ces fonds sont profilés pour générer de la liquidité, tout en apposant un certain nombre de garde-fous¹⁴⁴ afin d'en maîtriser le flux... Sous cet angle, la mue engagée ne va pas encore dans le sens du *plus*, mais du *mieux*.

En apportant aux investisseurs la promesse d'une liquidité théorique, ces structures confèrent plus de flexibilité aux managers pour acheter et vendre leurs immeubles dans des conditions de marché appropriées, suivant un *timing* judicieux. Mais dans l'absolu, la mue opérée s'est nourrie de

¹⁴² <http://www.reita.org>

¹⁴³ Quelques "tireurs d'élite" isolés restent à l'affût, à l'image des fonds de pension canadiens qui disposent d'un trillion de dollars prêts à être investis en Europe, mais nombre d'investisseurs autrefois prodigieux ont battu en retraite.

¹⁴⁴ frais de rédemption, périodes de préavis, système de lock-up, etc.

techniques empruntées au modèle fermé : on ne peut donc parler d'une liquidité accrue, ou facilitée, mais d'une liquidité plus maîtrisée, destinée à étouffer toute crise sectorielle. Derrière cette évolution en trompe-l'œil, l'optimisation de la liquidité bénéficie donc pour l'instant aux véhicules eux-mêmes, bien plus qu'aux investisseurs. Pis, la faculté de geler la liquidité pendant un laps de temps indéfini semble prendre à contre-pied leurs aspirations initiales, celles d'une liquidité qui rimerait avec réactivité... L'idée partagée sur ce point par une partie du cénacle, c'est qu'il appartient aux professionnels de la gestion de tirer le marché vers une transparence accrue ; les investisseurs suivront ensuite, happés par la promesse de liquidité.

Du côté des parties concernées en revanche, on rechigne pourtant à ratifier cette lecture. « *On ne devrait pas attendre une pleine liquidité de cet investissement immobilier, si l'on respecte la philosophie initiale du placement. Ca devrait être réellement considéré comme un investissement de long terme* » regrettait K. Atchinson, Directeur d'un grand cabinet de conseil en investissement. La conviction de Philippe Tannenbaum¹⁴⁵, observateur avisé du secteur, va dans le même sens : « *La liquidité reste une question lancinante alors qu'elle constitue une fausse problématique. En effet, l'investissement immobilier est un investissement de long terme, il faut donc concevoir qu'il y ait une certaine renonciation à la liquidité. Les investisseurs ont investi pour leur retraite, ils veulent du rendement et ne font donc pas de chasse à la liquidité. Puis de manière générale, dans les moments de panique, rien ne permet de retrouver la liquidité.*¹⁴⁶ *Il s'agit donc bien d'une fausse question... [Au sujet des OPCI d'ailleurs,] on aurait pu faire l'impasse sur la question de la liquidité, et offrir rapidement ces fonds excellents.* » Du côté des professionnels de la gestion maintenant, nombreux sont ceux qui se rangent encore à cet avis, comme ce gérant d'HSBC qui affirmait encore récemment que « *non, dans ce business [qu'est l'immobilier non coté], la liquidité n'est pas le St Graal... !* » Au final, le son de cloche des investisseurs eux-mêmes pourrait-il être sensiblement différent ? Leurs propres ambitions pourraient elles révéler des dissonances ? A quoi aspirent-ils vraiment, en termes de liquidité ?

A l'occasion d'une enquête paneuropéenne menée en 2007¹⁴⁷, le centre de recherche de l'Edhec Risk s'est employé à mettre en lumière ce que les investisseurs financiers attendent justement de l'immobilier.¹⁴⁸ Trois motivations essentielles se dégagent alors imparablement : une diversification du portefeuille global, la recherche de rendements élevés, et dans une moindre mesure une protection contre l'inflation. A la différence d'autres investissements alternatifs, quantité d'investisseurs n'attendent pas des fonds immobiliers non cotés de leur fournir un supplément de liquidité à tout prix !

¹⁴⁵ Head of Research chez EuroHypo, à Londres.

¹⁴⁶ Pour corroborer ses propos, on constate qu'en temps de crise, même les fonds réputés les plus liquides (monétaires, par exemple) sont à sec... Ne court-on donc pas après un idéal impossible ? Enfin de compte, la plus grande chimère n'est pas de conjuguer liquidité et fonds immobiliers non cotés, mais plus radicalement : liquidité et crise...

¹⁴⁷ « *Immobilier : où sont les limites ?* » F. Ducoulombier, 2007.

¹⁴⁸ L'étude s'est intéressée aux investisseurs actifs sur le marché européen, visant des fonds de pension, des compagnies d'assurances ou banques d'investissement, des gestionnaires diversifiés ou spécialistes du créneau immobilier.

Pour donner plus de poids à cette assertion, arrêtons-nous un instant aux enseignements de la dernière enquête annuelle de l'INREV sur les intentions des investisseurs.¹⁴⁹ Dans le cadre de cette étude, l'association s'attarde précisément sur les raisons qui retiennent les investisseurs, au moment de considérer un investissement dans les fonds immobiliers non cotés. Or, de manière intéressante, le manque de liquidité ne figure pas dans le trio de tête ! Les investisseurs mettent en avant des considérations conjoncturelles, puis vilipendent le manque de transparence et d'information dans les fonds, et les carences en matière d'alignement des intérêts avec les sociétés de gestion...

L'illiquidité présumée n'apparaît qu'en quatrième position (juste devant les difficultés d'accès à la dette, ou l'existence d'une offre convenable), relativisant du même coup la portée de ce handicap aux yeux des institutionnels. Point de course effrénée à la liquidité donc, du côté des investisseurs spécialisés, si l'on en juge par ces déclarations d'intentions...

Pourtant (et c'est là tout le paradoxe), il semble que ce soit bel et bien l'afflux de capitaux institutionnels qui ait modifié sensiblement le pedigree des produits d'investissement immobiliers ces dernières années. En opérant des arbitrages réactifs, ils ont provoqué une réduction drastique de l'horizon d'investissement moyen dans ces véhicules. Incidemment, la performance de court-terme réalisée à l'occasion de ces va-et-vient "prend appui" sur l'engagement des petits porteurs, qui ont des horizons d'investissement plus longs, et dont la présence demeure nécessaire pour garantir la pérennité du fonds... Cette asymétrie érode indiscutablement l'assurance de liquidité, mais permet dans le même temps de faire basculer le placement dans une dimension industrielle qui lui sied comme un gant.¹⁵⁰ La stratégie d'investissement des institutionnels apparaît donc ambiguë ; pourrait-elle être repensée, à la faveur de la crise actuelle par exemple ?

Dans le cadre du *Forum de la Gestion Institutionnelle*, qui s'est tenu les 26 et 27 mars derniers à Paris, une conférence plénière réunissait les acteurs du secteur¹⁵¹ autour du thème de réflexion suivant : « *Quel nouveau rôle pour le métier d'Investisseur Institutionnel long terme ?* ».

Face à des investisseurs institutionnels appelés à renouveler leur positionnement et leurs stratégies, la question de la liquidité trouve là une résonance particulière : « *dans un contexte de refonte hautement complexe, les investisseurs à long terme peuvent jouer un rôle de stabilisation très important, surtout lors de phases de défiance comme celles observées ces derniers temps sur les marchés financiers.* »

De manière intéressante, parmi les quatre critères avancés alors pour caractériser un investisseur de long terme, deux d'entre eux renvoient directement à la nécessité d'adopter une approche "désintéressée" de la liquidité : « *[cet acteur est censé n'avoir] pas besoin de liquidité immédiate à court terme, et peut immobiliser du capital. (...) Il possède ainsi un rôle de stabilisateur des marchés,*

¹⁴⁹ INREV *Investment Intentions Survey*

¹⁵⁰ comme on l'a évoqué précédemment, la taille des véhicules constitue indiscutablement un vecteur de liquidité.

¹⁵¹ Etaient présents, entre autres, Bernard Spitz, *Président de la FFSA*, Antoine de Salins, *Membre du Directoire du fonds de Réserve pour les Retraites*, Charles-Henri Filippi, *Inspecteur des finances et ancien Président de HSBC France...*

sur lesquels l'existence de cycles longs n'est plus à démontrer. » Si le cap semble fixé, reste à savoir dans quelle mesure les fonds immobiliers non cotés, première destination d'investissement long terme, récolteront les fruits de ce positionnement infléchi...

A l'occasion de son enquête '*Liquidity Provisions Study*', l'INREV a mené une étude de grande envergure parmi les acteurs européens de l'immobilier non coté, pour mieux percer à jour leur rapport à la liquidité. La démarche visait avant tout à améliorer la compréhension de l'ensemble des éléments susceptibles de constituer un frein à la constitution d'un marché de négociation organisée. Dans un second temps, l'étude s'attachait à identifier les exigences de liquidité des investisseurs, et évaluer si celles-ci ont pu changer au gré des récentes turbulences de marché. Pour cela, l'organisme s'est appuyé sur les réponses transmises par 160 fonds d'investissement, soit l'équivalent du tiers, environ, de la base de données *INREV Vehicles Database*.¹⁵² Au final, les résultats réfutent la vision selon laquelle les fonds immobiliers non cotés ne peuvent pas aménager la liquidité. Il apparaît que 89% des fonds¹⁵³ institutionnels ont déjà aménagé une voie de sortie en temps de crise, soit par rachat, soit par négociation avec une partie tierce – voire par l'effet des deux techniques combinées. Mais d'après les dernières observations, à peine un milliard d'euros furent effectivement transactés sur le marché secondaire des fonds immobiliers non cotés, au cours des 12 mois qui précédèrent la publication.¹⁵⁴ Les demandes de remboursement, quant à elles, s'élevaient à 700 millions d'euros sur la même période, ventilés sur une douzaine de fonds seulement... Le panel des véhicules concernés apparaît donc très restreint ! D'autant plus qu'en examinant un échantillon de 160 fonds, il en ressort qu'à peine 5% d'entre eux interdisent toute cession de parts, indiquant que les possibilités de rachat existent bien ! Ces chiffres viennent donc accréditer la thèse développée plus haut : la majorité des fonds prévoient l'aménagement de la liquidité pour les investisseurs, mais dans les faits, ceux qui sollicitent ces aménagements se révèlent peu nombreux...¹⁵⁵

Dans un passé récent, les institutionnels ont pourtant étudié de près les possibilités de sortie anticipée des fonds. « *Il y a effectivement plus de pression sur les investisseurs pour réduire leur exposition à l'immobilier, à cause de l'effet dénominateur, ou en vue de rééquilibrer tout simplement les allocations dans leur portefeuille immobilier* » explique Andrea Carpenter, *Director of Research and Market information* de l'INREV. La principale source d'agitation du marché secondaire tient en

¹⁵² L'échantillon représente à peu près 91 milliards d'euros de capitalisation (l'équivalent de 38,5% de la valeur des fonds répertoriés dans la base de données). Par ailleurs, des entretiens ont été conduits avec quatre banques d'investissement et neuf organismes institutionnels, parmi les plus importants de la place.

¹⁵³ Les fonds *value added* sont manifestement ceux qui offrent la meilleure liquidité, mais ceux de profil *core* ne suivent pas loin derrière. En revanche, seuls 3% des fonds opportunistes proposent des options de sortie, ce qui dénote un positionnement stratégique clairement assumé. (Ces derniers sont dessinés pour avoir une durée de vie plus courte, ce qui nourrit légitimement moins d'exigence de liquidité structurelle de la part des investisseurs.)

¹⁵⁴ NDLR : de mars 2008 à mars 2009.

¹⁵⁵ Cette lecture comporte un biais notoire toutefois : seuls les investisseurs institutionnels rentrent dans la ligne de mire des études publiées par l'INREV. Il convient donc de faire état du clivage prononcé qui subsiste entre institutionnels et particuliers sur cette question.

effet à la nécessité de rééquilibrer les portefeuilles, de nombreux investisseurs ayant été pris de court par la fulgurance de la crise. « *Cependant, poursuit-il, s'ils envisagent de négocier maintenant, ces investisseurs sont souvent perçus comme des "distressed sellers", ce qu'ils évitent à tout prix...* »

Le phénomène entraîne par conséquent un décalage entre le prix demandé d'un côté, et de l'autre les attentes des acquéreurs potentiels. Il est clair que l'absence d'information consistante sur l'identité des acquéreurs et vendeurs potentiels, ainsi que le manque de clarté sur le pricing du marché secondaire, constituent encore des barrières à l'efficacité des transactions. Dès lors, le marché reste atone : au cours des douze mois précédant la publication, une vingtaine de fonds seulement (sur un panel de 127) firent état de négociations d'une partie de leurs investisseurs, en vue de se désengager. Mike Cutteridge, Directeur de *DTZ Corporate Finance*, attire ici l'attention sur le fait que les transactions ont souffert de l'incertitude pesant sur les valeurs d'expertise des actifs sous-jacents des fonds.¹⁵⁶ Mais les gérants sollicités confient cependant que le phénomène risque fort d'exploser à l'avenir : « *les conditions de marché actuelles ont forcé les investisseurs à en apprendre plus sur les aspects pratiques, et sur les avantages potentiels de pouvoir négocier ses parts dans les fonds. Cette expérience pourrait augmenter l'attrait des liquidités dans les fonds immobiliers non cotés, y compris lorsque les conditions de marché se seront assainies* », avance Bernhard Berg (CEO de *Generali Deutschland Immobilien*, et membre de l'*INREV Management Board*.)

A l'évidence, le retournement du marché a amené les investisseurs à considérer avec plus d'acuité leurs exigences de liquidité. L'intérêt des investisseurs pour les voies de sortie pourrait donc stimuler à l'avenir l'exercice de ces prérogatives. Pour enfoncer le clou, Neil Turner, de chez *Schroder PIM*, rappelle une fois de plus les trois raisons pour lesquels les investisseurs viennent dans l'immobilier : la volatilité faible, son potentiel de décorrélation, et la génération de cash-flows. Or pour lui, le développement d'un marché secondaire efficace dans le non coté ferait bouger les lignes, et aurait pour effet de rendre le marché plus calqué sur celui de l'immobilier coté. Les fonds immobiliers devraient alors probablement dire adieu à la décorrélation si encensée, comme à leurs niveaux de volatilité rassurants. La famille non cotée de l'immobilier indirect se tient donc sur le seuil d'un véritable basculement, et devra décider dans les années qui viennent dans quelle direction elle souhaite évoluer...

L'INREV, véritable tête de pont de l'industrie, semble pour sa part avoir choisi son camp : les directives relatives à la promotion d'un grand marché secondaire font désormais partie intégrante de ses nouvelles *guidelines*, dans l'espoir de leur faire prendre ainsi plus d'importance aux yeux des gérants comme des investisseurs. La démarche s'emploie à encourager la création de plateformes de négociation, et stimuler du même coup le développement d'un marché "d'occasion" à grand échelle.

¹⁵⁶ L'*Investor Survey*, réalisée en Septembre 2008, met en évidence un autre biais : beaucoup d'acheteurs potentiels, pour une quantité de vendeurs trop infime. Pour couronner le tout, la majorité des investisseurs aspirant à rapatrier leur mise étaient susceptibles d'attendre jusqu'à échéance naturelle du fonds...

On retrouve en toile de fond la vieille idée de Keynes¹⁵⁷ : la liquidité est incontournable, dès lors que l'immobilisation du capital est un obstacle certain à l'investissement. Et précisément, ce sont les marchés qui ont alors pour fonction de rendre liquides les investissements, de sorte qu'on puisse échanger sur des bases régulières les titres qui les représentent, et entretenir la dynamique d'investissement.

La publication '*Liquidity study*' de Mars 2009 offre une base de réflexion supplémentaire, en vue de comprendre les besoins de liquidité de l'industrie immobilière. De manière unanime, les investisseurs interrogés perçoivent le développement d'un marché secondaire organisé comme une avancée importante. Mais l'étude révèle que les acteurs du marché (les sociétés de gestion en tête) jugent plutôt incertaine l'émergence d'une telle plateforme à court terme.¹⁵⁸

« *Même si les personnes interrogées considèrent comme minimales les chances de voir émerger un marché secondaire organisé, ça ne veut pas dire que cet axe de travail ne peut être amélioré dans le sens d'une plus grande transparence, et vers une standardisation de l'information* », relance Mike Clarke, qui siège au comité du marché secondaire de l'INREV. Pour lui, « *la probabilité de voir les investisseurs considérer le marché secondaire comme une opportunité de rééquilibrer leurs allocations, dans des conditions de marché changeantes, s'accroît avec le temps (...)* ».

Au rang des initiatives destinées à dynamiser ce marché secondaire, Paul Vosper (*Morgan Stanley*) suggère que l'immobilier pourrait s'inspirer du secteur *private equity*, où 4% du capital investi actuellement est levé par des fonds spécialisés dans l'achat de parts de "seconde main". D'après les estimations, ces mêmes échanges ne s'élèveraient qu'à 1% du total des capitaux levés en immobilier à l'heure actuelle...¹⁵⁹ Les résultats des deux enquêtes *Investor Survey* de septembre et *Investment Intentions Survey 2009* semblent d'ailleurs indiquer que les investisseurs montrent des niveaux d'intérêt très modérés envers les secteurs alternatifs, tels que les dérivés et les hedge funds immobiliers, mais que l'intérêt pour les fonds *distressed* de dette immobilière va croissant !¹⁶⁰

L'essor d'un grand marché secondaire organisé apparaît donc clairement comme le chantier majeur des années à venir ; c'est sur ce terrain que se joueront les prochaines étapes du développement des fonds immobiliers en direction de la liquidité. L'innovation majeure en la matière fut apportée par la transposition de la directive *MIF* dans les pays membres de l'UE, officialisant du même coup l'existence d'un nouveau service d'investissement : le *système multilatéral de négociation*. Il s'agit là d'une plateforme d'échanges, regroupant des participants intéressés à acheter ou vendre des

¹⁵⁷ C'est ce que Keynes appelle le « *dilemme de la liquidité* » : l'investissement doit tendre vers ce pôle, mais dans certaines circonstances seulement, sans céder à une dictature de la liquidité pour autant. Pour lui, cette liquidité est dangereuse, car c'est une pure construction de fait : elle s'apparente même à une transgression, dans la mesure où le capital, lui, reste bien immobilisé...

¹⁵⁸ 62% d'entre eux jugeant même cette éventualité très improbable.

¹⁵⁹ Il n'existe aujourd'hui qu'une poignée d'acteurs effectivement spécialisés sur ce segment "*distressed*" propre aux fonds immobiliers. Selon IPE Real Estate, la période 2009-2010 pourrait marquer l'entrée de nouveaux acteurs sur le marché.

¹⁶⁰ la moitié des investisseurs interrogés se disant susceptibles d'investir dans de tels produits.

instruments financiers, autour de règles de négociation ad hoc. La liquidité s'en trouve considérablement améliorée par rapport à un système de négociation éclaté ; des initiatives de ce type devraient donc fleurir dans les prochaines années, permettant d'augmenter la liquidité des fonds immobiliers sans les dénaturer. D'autres menaces pourraient néanmoins prendre le relais...

A ce titre, nous nous devons d'évoquer la "malédiction des actifs liquides", qui frappe systématiquement les marchés en temps de crise.¹⁶¹ En pareilles circonstances, ces derniers sont lourdement pénalisés, sous l'effet de trois facteurs conjugués : la valorisation en continu (qui affiche à tout moment les moins values en capital) la concurrence des actifs illiquides (dont les acheteurs perçoivent des primes élevées d'illiquidité), et le fait que les fonds en souffrance deviennent vendeurs forcés sur le marché, et se séparent alors de leurs actifs liquides en premier lieu, par nécessité. On assiste par conséquent à une forte sous-valorisation des actifs réputés liquides en temps de crise...

C'est ce type de constat qui conduit les investisseurs à accepter de plus en plus l'illiquidité d'une partie de leurs portefeuilles, d'autant plus qu'ils détiennent des liquidités importantes par ailleurs (actifs monétaires, entre autres). Les fonds immobiliers non cotés peuvent être alors perçus comme un possible havre de paix, en période de chaos financier... (Les investisseurs britanniques en ont récemment redécouvert les vertus, alors même que les *LPT* – cotés – perdaient en quelques mois la moitié de leur valeur !¹⁶²). Protégés par une valeur des parts basée sur celle des actifs sous-jacents, les fonds immobiliers non cotés restent ainsi à l'abri des anticipations les plus sombres du marché.

A cet égard, les travaux de *Bannier*, *Fecht* et *Tyrell* présentent même un angle de vue novateur : même si la transformation de la liquidité effectuée au travers des fonds immobiliers ouverts est périlleuse, et accroît leur vulnérabilité, sa mécanique améliorerait pourtant leur efficacité globale, en augmentant l'assurance de liquidité pour les investisseurs...

❖ **Le magnétisme des fonds immobiliers non cotés pour la liquidité : un destin en jeu.**

Inlassablement, les scénarii qui conduisent aux crises de liquidité hantent les investisseurs comme les sociétés de gestion. Mais parmi l'ensemble des risques attenants au caractère illiquide de l'immobilier non coté, les spasmes de crise eux-mêmes regorgent encore de menaces potentielles ! Ainsi, un des périls majeurs serait par exemple de voir un nombre conséquent d'investisseurs prendre acte des niveaux de rabais auxquels s'échangent les titres de sociétés foncières cotées, en temps de

¹⁶¹ Théorie développée par les équipes de recherche de *Natixis*, sous la Direction de Patrick Artus.

¹⁶² laminés par l'aversion au risque d'une part, et la phobie de l'endettement d'autre part.

crise, par rapport à leur valeur de marché supposée... Dès lors, qui voudrait encore prendre position sur l'immobilier non coté, quand tous les signaux semblent indiquer que les titres sont surpayés ?

Le modèle coté possède en effet l'avantage de la liquidité¹⁶³, au prix d'un rabais sur la valeur de l'actif net. Le *discount* consenti sur les prix de rachat apparaît remarquablement efficace, limitant l'effet d'opportunité pour les investisseurs qui anticipent le processus de dévaluation. Quand on connaît la nocivité des trappes à liquidité déclenchées parfois par les fonds immobiliers après suspension des rachats¹⁶⁴, la question mérite d'être soulevée : l'industrie non cotée aura-t-elle toujours intérêt à privilégier un prix reproduisant fidèlement la valeur des actifs sous-jacents, et subir de plein fouet l'illiquidité pour préserver à tout prix la valeur de marché ? Autrement, serait-il opportun de saisir l'opportunité d'un *discount* sur la NAV, pour conserver des positions liquides... ? Ou franchira-t-on un jour le Rubicon, en parlant cotation des fonds ? L'exemple helvète traduit déjà avec une certaine pertinence le tropisme des fonds ouverts pour les systèmes de cotation...¹⁶⁵

Le dilemme reste donc à la discrétion des investisseurs : ceux qui ne pourront faire l'économie de la liquidité devront probablement se tourner vers l'immobilier coté, s'ils acceptent de s'exposer à sa volatilité intrinsèque. Pour les investisseurs parfaitement enclins à accepter l'illiquidité en revanche, l'univers du *private equity* offrira probablement les opportunités les plus séduisantes. Les recherches académiques ont effectivement montré par le passé que les primes de liquidité, pour les portefeuilles de ce type, pouvaient atteindre 3% par an. Une fois l'illiquidité intégrée à leur stratégie de placement, les rendements traditionnellement élevés (inhérents aux investissements illiquides) viennent alors couvrir largement, sur la durée, le coût induit dans les évaluations des parts...

Quoi qu'il en soit, la tentation de s'arracher aux affres de l'illiquidité apparaît toujours plus vivace. Inévitablement, il convient de s'interroger sur les dangers d'un tel basculement vers la liquidité, par le truchement d'un marché secondaire efficient. De nombreuses voix s'élèvent pour attirer l'attention sur le risque évident d'une conversion à marche forcée vers un système imparfaitement régulé : le gré à gré dé-corrèlerait violemment le prix des parts de ceux du sous-jacent immobilier. La *Pierre-papier* non cotée basculerait alors corps et âme dans une autre dimension, celle des lois du marché et des affres de la volatilité...

¹⁶³ Aparté sur l'immobilier coté en Bourse : le flottant n'est pas systématiquement énorme toutefois, les foncières étant connues pour avoir des proportions significatives de leurs parts aux mains d'investisseurs peu enclins à les céder.

¹⁶⁴ En Allemagne à titre d'exemple, les volumes appelés entre décembre 2005 et février 2006 s'élevèrent à 8.5 milliards en cumulé, soit plus de 10% des actifs totaux sous gestion des GOEFS !

¹⁶⁵ La Suisse fut l'un des premiers pays à introduire une régulation propre aux fonds immobiliers ouverts, en 1967. Confrontés à des irrégularités de *pricing* dans le processus de transaction des parts, les autorités adaptèrent leur cadre réglementaire. Depuis, les rédemptions ne sont opérables qu'à l'échéance d'un préavis de retrait, signifié dans les douze mois précédant la fin de l'année fiscale. Cette exigence permet aux sociétés de gestion de disposer d'un laps de temps raisonnable pour rassembler la liquidité nécessaire, afin d'honorer les demandes de sorties à terme échu. Dans l'intervalle, un dépositaire se charge d'assurer le commerce des parts, avec toute latitude sur les modalités d'organisation. Dès lors, c'est la solution boursière qui s'impose dans la plupart des cas, avec les conséquences que ce choix implique : le prix auquel s'échangent les parts ne reflète plus la valeur des actifs sous-jacents.

Le début d'année 2009 a une nouvelle fois confirmé ce postulat, puisque les SCPI à capital fixe ont vu le prix de confrontation baisser d'environ 10%. L'écart entre valeur d'expertise et valeur de confrontation s'est donc sensiblement accru, traduisant en toute logique la prime de risque affectée à l'investissement. A l'heure de considérer l'opportunité de muer vers un système de confrontation généralisée, et parmi les considérations susceptibles de peser dans la balance, le critère lié à la volatilité mérite donc de se voir affecter un coefficient élevé ; le plus grand danger serait de corrompre l'esprit du placement immobilier en poussant le curseur trop loin dans l'antre de la liquidité, et dénaturer de fait l'intérêt du produit...

Si le marché secondaire organisé appelé de ses vœux par l'industrie non cotée venait à voir le jour, et démontrait toute son efficacité, il pourrait effectivement changer en profondeur les caractéristiques intrinsèques du secteur. Les fonds immobiliers devraient probablement dire adieu à la faible volatilité qui les caractérise, et faire le deuil de la décorrélation avec les autres classes d'actifs... Dès lors, a-t-on réellement intérêt à délester la performance immobilière de son illiquidité traditionnelle, ou cet attribut contribue-t-il en réalité à fonder toute la pertinence du placement ?

La réponse conditionnera certainement le destin des fonds immobiliers non cotés. A moins que la controverse ne rebondisse rapidement, propulsée par des considérations conjoncturelles : à la question de savoir si « *l'actuel manque relatif de liquidité dans le non coté se fait emporter par les perspectives de performance, ou par la capacité du secteur à offrir une diversification sélective (...), la réponse, à ce jour, demeure un oui retentissant. Mais sous l'effet d'un marché qui risque de connaître moins de croissance – en capital comme sur le plan des valeurs locatives – est-ce que ce sera toujours le cas à terme ? Le secteur non coté de l'immobilier se tient là sur le seuil d'une gigantesque opportunité.* » Neil Turner (*Directeur de la gestion des fonds chez Schroder*), auteur du propos, alerte clairement les membres de l'INREV sur l'enjeu : « *En tant qu'industrie, on a réellement besoin de décider ce qu'on veut pour l'avenir...* »

Références

- 'Les OPCV, Organismes de placement collectif immobilier' - Xavier Lépine, Frédéric Nouel & Daniel While (Editions Delmas, 2008)
- 'Guide des investissements non cotés – Structuration d'une allocation en Fonds d'investissement', AF2L, 1ère édition, mai 2006
- 'Rapport sur l'évaluation du cadre de régulation de régulation de la multigestion alternative en France et les voies envisageables de son amélioration', document publié par l'Autorité des Marchés Financiers, le 18 septembre 2007
- Expert group report on Open ended real estate funds, publié par la Commission Européenne, 13 mars 2008
- Les fonds immobiliers européens accessibles aux particuliers, Christophe Gouardo, novembre 2008
- Illiquid assets and asset allocation : implications for real estate, Mahdi Mokrane, AEW Europe, 2006
- Asset pricing with liquidity risk, working paper, Stern School of Business, New York University, 2002
- Liquidity, transparency and flexibility in UK and European Real Estate, Simon T. Cookson, 2006
- Differences between open and closed-ended property funds, Jon Lekander, Aberdeen Research
- Financial innovation in Property Markets, Jesper Strand, 2007
- Property derivatives marching across Europe, Deutsche Bank Research, Juin 2007
- Financing Property : from securitisation to covered bonds, Eurohypo Research, Juin 2008
- 'BVI proposes liquidity management plan for open-ended property funds', Bundesverband Deutscher Investment, février 2009
- Investing in property funds, John McLeod, Mai 2008
- An alternative for investors, Lydia Westrup, 2006
- Open-end real estate funds in Germany – Genesis and crisis, Bannier, Fecht & Tyrell, 2006
- Open-ended Property Funds as an Essential Building Block in a Successful Asset Allocation, BVI, Octobre 2008
- Real Estate Capital Flows, Urban Land Institute / PriceWaterhouseCoopers, 2007 à 2009
- 'Synthèse des réponses à la consultation publique portant sur le RGAMF OPCV', publié par l'AMF
- Growth in options for property investment in Europe, Europe Real Estate Yearbook, 2007
- 2008, année du dialogue avec les investisseurs, AFG, rapport d'activité 2007-2008
- Real Estate Indirect Investments: Opportunities and Risks, Fitch Ratings special report, novembre 2005
- Global property feels pain of German fund freeze, Daryl Loo & Peter Starck
- German open-ended funds and the burden of liquidity, Sandra Kielholz, octobre 2008
- Table ronde 'OPCV : de grandes espérances', Colloque IEIF, octobre 2007
- Conférences 'Les nouveaux fonds immobiliers', et 'Marché immobilier marché financier : Quelles tempêtes pour quelles stratégies', SIMI 2008 (ainsi que l'ensemble des actes de Conférences du salon, rédigés par la Chaire Essec – BNP Paribas immobilier, promotion 2009)
- Mutual Funds : open-ended vs. Closed-end, Worldnow & Kron, 2008
- 'Epargne stable et financement – Chapitre introductif du rapport de la Commission « Epargne Stable » du Conseil national du crédit', publié dans le Bulletin de la Banque de France, 1994
- Challenges of running open-ended funds with illiquid investments, Jeremy Soutter
- OPCV : pour une nouvelle alliance de la finance et de l'immobilier au service de l'épargne, Bernard Baret & Patrick Lenoël
- Le nouvel organisme de placement collectif immobilier, F. Nouel - Réflexions immobilières, novembre 2005
- '1^{er} bilan des OPCV – Aspects juridiques fiscaux et comptables', Cabinet Lefebvre Pelletier & associés, juillet 2008
- Large investors and liquidity : a review of the literature, Matthew Pritsker
- Asset-Liability and Risk Management for Sovereign Wealth Funds, Lionel Martellini, Edhec Risk, février 2009-08-27
- Sovereign Wealth Funds, Global ViewPoint, Michael Haddock (CB Richard Ellis, 2008)
- Report of the American Academy of Actuaries Life Liquidity Work Group, septembre 2000
- Fonds immobiliers ou Fonds de fonds immobiliers - Quelles nouvelles opportunités s'ouvrent à la place financière luxembourgeoise ? (Patrick Joly, Ernst & Young Luxembourg, novembre 2007)
- Quels nouveaux outils pour améliorer la liquidité des OPCV ? Elisabeth Bordes (Lettre des services financiers, Deloitte, décembre 2008)
- 'La gestion alternative française, évolution et défis', C'M'S' Bureau Francis Lefebvre
- Application de l'ordonnance 2008-1081 : enjeu et impacts pour les acteurs de la gestion d'actifs, Asset Alpha, novembre 2008
- L'investissement et la Gestion du risque immobiliers en Europe – Edhec, décembre 2007
- La titrisation immobilière : se financer autrement ? Solveg Lorez & Raphael Brault
- Liquidité, volatilité et détermination des prix sur les marchés à terme, Barneto, 1998
- L'incertitude liée à la contraction du marché immobilier pèse sur l'évolution des prix, Edhec Business School, janvier 2009-08-27
- The Real Liquidity of European Real Estate Shares, Piet Echholtz & Dr Dirk Brounen, 2006
- Au-delà de la transparence de l'information, contrôler la liquidité, André Orléan, Revue 'Esprit', novembre 2008
- Getting into Property Derivatives, IPF (Investment Property Forum)
- Unlisted property as a possible safe heaven, James Dunn, Mars 2008
- European non-listed real estate vehicles, INREV Research Committee, mai 2007
- Marketability and Value : measuring the illiquidity discount, Aswath Damodaran, Stern School of Business, juillet 2005
- Derivatives open the door to property arbitrage, Corporate Statement, Calyon
- Property Derivatives, Strutt & Parker Real Estate financial Services LTD
- Property Derivatives : an overview, David Shvartsman, septembre 2005
- Commercial Real Estate Derivatives : They're here... well, almost, Jim Clayton, 2007
- Quand les dérivés servent à parer aux dérives, Véronique Bühlmann, publié dans la revue 'Gestion de Fortune', octobre 2007
- Property Derivatives : a brave new world ? Parya Badie, mai 2007
- Price effects of scalping and day trading, H. Working, 1977
- Property Derivatives : an overview, Dewey & Leboeuf, novembre 2007
- Les outils de gestion de la liquidité utilisés par les fonds immobiliers non cotés en Europe, AEW Europe, conférence en Sorbonne, 2007
- Liquidity issues throw up fresh challenges for property sector, Investment Week, Juin 2009
- Property Synthetics, Royal Bank of Scotland, Janvier 2009
- The path to full asset class status : real estate investment through indirect vehicles, Andrew Baum, 2006
- Europe Real Estate Investment Yearbook : Growth in options for property investment in Europe, Tyrell, Odgen & Hughes, 2007

Ainsi que de nombreux articles, études, publications et éditos parus sur *IFE Real Estate.com*, *Propertyfundsworld.com*, *exporeal.net*, *hedgeweek.com*, *pierrepapier.fr*, *cepi.be*, *easybourse.com*, *NextFinance.fr*, *inrev.org*, *investopedia.com*, *propex.co.uk*, *europa-re.com*, *ieif.fr*, *propertyfundsresearch.com*, *Reutersrealestate.com*, *emeraldinsight.com*, *CFOnews.com*, *Telegraph.co.uk*, *newmanagers.com*, *bfinance.fr*, l'Edhec-Risk, l'AGEFI, les périodiques des Echos, du Nouvel Economiste, de la Tribune, et les communications de l'Association Française de la Gestion Financière, l'INREV, l'ASPIM, l'APPSCPI, le pôle de recherche économique de Natixis, l'AREF, Immostat, et Businessimmo.

Remerciements tout particuliers à **Vincent Deumier**, Directeur des fonds immobiliers internationaux chez UFG REM, pour m'avoir offert l'opportunité d'un stage en immersion dans l'univers immobilier non coté, et grâce à qui j'ai pu rencontrer un certain nombre d'investisseurs et autres gérants de fonds immobiliers. Merci aussi à **Akram Gharbi** (analyste), à **Saida Montaz** (Directeur Juridique), et tous les collaborateurs d'UFG REM qui m'ont permis notamment d'assister à des conseils de surveillance.

Mention particulière également pour **Jean-Marc Coly** (Directeur Général, UFG REM), pour avoir daigné consacrer du temps à échanger sur ce thème de la liquidité. Merci encore à **Laurence Fhima** (Société Générale Securities Services) pour son aide précieuse, ainsi qu'aux quelques collaborateurs d'AXA REIM avec qui j'ai eu l'occasion de m'entretenir du sujet de ce mémoire.

Merci enfin à **Monsieur Pierre Giudicelli**, professeur émérite de l'Université Paris I – Panthéon Sorbonne, et co-fondateur du Master Gesiic en 1985, pour l'attention et le soutien apportés à ce travail.