

Liquidité des fonds immobiliers ouverts au public en France

Pierre Schoeffler, S& Partners
Août 2020

Table des matières

Synthèse..... 2

Introduction 4

Principes généraux de gestion du risque de liquidité des fonds ouverts en Europe..... 7

Examen critique de la liquidité des SCPI à capital variable 11

Examen général de la liquidité des OPCI 18

Conclusion..... 22

Annexe bibliographique 25

Les données sur les SCPI à capital variable et les OPCI Grand Public utilisées dans cette étude proviennent de l’IEIF pour l’historique avant 2001 et de la collaboration ASPIM-IEIF à partir de cette date.

Pierre Schoeffler est ingénieur de l’Ecole Polytechnique et de l’Ecole Nationale de la Météorologie, également détenteur d’un Diplôme d’études approfondies en analyse numérique de l’Université Pierre et Marie Curie.

Vingt-cinq ans d’expérience dans la banque d’investissement en Europe au Crédit Commercial de France et à Svenska Handelsbanken puis quinze ans d’expérience dans le conseil en allocation stratégique d’actifs incluant notamment les actifs illiquides dont l’immobilier.

Synthèse

Les actifs immobiliers sous gestion représentent environ un tiers du total de la valeur de l'immobilier d'entreprise dans le monde. L'immobilier d'entreprise est un actif d'investissement relativement illiquide : en période de fonctionnement normal des marchés les volumes de transactions annuels sont de l'ordre de 10 à 15% du stock investi selon les pays. En période de tension sur les marchés, l'illiquidité s'accroît : le volume de transactions est tombé à 3% du stock investi en France durant l'année 2009 marquée par la récession consécutive à la Crise Financière Globale et plus bas encore en 1995, nadir de la Crise Immobilière des années 1990.

Dans le monde, la très grande majorité des fonds immobiliers sont fermés. La plupart sont soit cotés en bourse sous la forme de sociétés immobilières cotés (*REITs*), soit non cotés mais réservés aux investisseurs institutionnels avec des clauses d'indisponibilité (*lock-up*), une petite fraction est constituée de fonds non cotés ouverts au public. Ces fonds constituent une spécificité de certains pays : en Europe, la France et l'Allemagne sont les principaux acteurs. En France, ils sont de deux types : les Sociétés Civiles de Placement Immobilier (SCPI) qui sont des fonds d'investissement alternatifs (FIA) au sens de la Directive AIFM à capital fermé ou ouvert, et les Organismes de Placement Collectif en Immobilier (OPCI). En 2019 la capitalisation des fonds immobiliers ouverts représente une faible proportion de l'ensemble des OPC et FIA de droit français (4,3%).

Par nature les fonds ouverts sont exposés au risque de transformation de la liquidité entre l'actif et le passif du fonds. Ils sont vulnérables de par l'organisation de la liquidité de leur passif qui repose sur le rachat par le fonds des parts des investisseurs désireux de retrouver une certaine liquidité. Ce manque de conformité se traduit par un prix à payer pour la liquidité au travers de la rupture du contrat social liant les associés pouvant amener à une profonde modification du profil de rentabilité et de risque du fonds.

La gestion de ce risque est une préoccupation majeure des sociétés de gestion afin d'assurer la liquidité annoncée à l'investisseur dans le respect des principes fondamentaux d'égalité de traitement entre les investisseurs et d'intégrité des marchés. Les périodes de crise créent des tensions sur la liquidité de tous les marchés et provoquent des vagues de retraits des fonds d'investissement, quelle que soit leur nature. Or durant les crises, les marchés sont affectés à la fois en termes d'anticipation de baisse de valeurs mais aussi d'assèchement des transactions rendant incertaines les valorisations.

La liquidité des fonds ouverts peut être gérée au niveau de l'actif par la diversification de portefeuille, la fréquence de valorisations des positions et l'existence en continu d'une poche minimale d'actifs liquides. Au niveau du passif, les dispositifs reposent sur la fréquence de publication des valeurs liquidatives, le contrôle de niveau d'emprise des investisseurs, le recours à l'endettement, l'intensification de la collecte ou la modification des règles du jeu des rachats en enclenchant des mécanismes de protection qui reposent soit sur un dispositif reflétant l'impact de la liquidité sur les prix, soit directement sur la limitation de la liquidité du passif.

Les mécanismes de liquidité des fonds immobiliers ouverts en France sont multiples et robustes. Le modèle des SCPI à capital variable a démontré une forte résilience depuis plus de cinquante ans, en particulier lors de la Crise Immobilière des années 1990 et de la Crise Financière Globale, aussi bien au niveau global qu'au niveau spécifique de chaque fonds. Il est encore un peu tôt pour porter un diagnostic formel sur le modèle des OPC qui n'a que dix ans d'ancienneté et n'a pas traversé de crise, même si aucun problème de liquidité n'est apparu jusqu'à présent.

La crise économique liée à la pandémie du Covid-19 et au confinement général de la population a entraîné au mois de mars une vague de rachats massifs de fonds investis en obligations d'entreprise qui, en l'absence de la réponse rapide de la Banque centrale européenne au travers du *Pandemic Emergency Purchase Programme*, aurait pu ébranler la liquidité des marchés. Les OPCI et les SCPI à capital variable n'ont pas eu à souffrir de retraits, elles ont continué à collecter à un rythme soutenu durant le premier trimestre mais les dégâts sur le tissu économique laissent augurer une hausse du chômage et des défaillances d'entreprises. Une baisse du revenu locatif devrait s'en suivre qui aura des répercussions sur le taux de rendement de l'immobilier et des difficultés sont donc à attendre dans la deuxième partie de l'année 2020. Néanmoins les prix de parts se maintiennent depuis le début de l'année, ils n'ont pas subi l'importante correction qui a secoué le prix des actifs financiers en mars et en avril.

Introduction

L'immobilier comme support d'épargne

Le montant des actifs immobiliers sous gestion au travers de fonds non cotés ou de mandats dans le monde s'élève à 3 240 milliards d'euros à la fin de 2019¹. Simultanément le montant des actifs immobiliers sous gestion au travers des sociétés immobilières cotées est estimé à 5 900 milliards d'euros².

Les actifs immobiliers sous gestion représentent environ un tiers du total de la valeur de l'immobilier d'entreprise dans le monde². En revanche ils constituent une faible part de l'immobilier résidentiel détenu en grande majorité par les ménages occupants. L'immobilier d'entreprise est un actif d'investissement relativement illiquide : en période de fonctionnement normal des marchés les volumes de transactions annuels sont de l'ordre de 10 à 15% du stock investi selon les pays. Certains segments immobiliers sont nettement plus liquides que d'autres, notamment les bureaux de qualité *Prime*. En période de tension sur les marchés, l'illiquidité s'accroît : le volume de transactions est tombé à 3% du stock investi en France durant l'année 2009 marquée par la récession consécutive à la Crise Financière Globale et plus bas encore en 1995, nadir de la Crise Immobilière des années 1990.

Les fonds investis en immobilier constituent pour les ménages un vecteur important de constitution d'un patrimoine en complément de la retraite obligatoire. En France, les inquiétudes sur l'équilibre des différents régimes de retraite face au vieillissement démographique ne viennent que renforcer le besoin d'une épargne de précaution constituée de façon personnelle par capitalisation.

L'immobilier apporte des rendements courants élevés et des revenus stables, indexés à long terme sur l'inflation. Le rendement élevé de l'immobilier par rapport au taux des emprunts d'Etat est la contrepartie de la relative illiquidité du marché physique, du risque lié à l'évolution des valeurs locatives et des valeurs vénales, et des investissements nécessaires pour agir contre l'obsolescence.

De par la spécificité de ces actifs qui présentent un risque idiosyncratique élevé et nécessitent une gestion professionnelle, il est rationnel de la part des ménages d'investir collectivement sous forme de fonds d'investissement d'une certaine taille. L'avantage apporté par les fonds est également de permettre l'investissement sous forme de parts fongibles et de procurer ainsi à l'investissement un niveau potentiel de liquidité plus élevé que celui des actifs sous-jacents. Car il existe toujours un besoin résiduel de liquidité, ne serait-ce que par le jeu des transmissions de patrimoine et d'autres événements sociologiques (séparation, donation, etc.). La question est alors de savoir comment concilier le besoin de liquidité des investisseurs avec le respect d'un horizon d'investissement de long terme indispensable à la gestion efficace de l'exposition aux risques de type immobilier et comment minimiser le prix de cette liquidité.

Fonds immobiliers ouverts et fermés

Dans le monde, la très grande majorité des fonds immobiliers sont fermés. La plupart sont soit cotés en bourse sous la forme de sociétés immobilières cotées (*REITs*), soit non cotés mais réservés aux investisseurs institutionnels avec des clauses d'indisponibilité (*lock-up*), une petite fraction est constituée de fonds non cotés ouverts au public.

Dans les fonds fermés, la liquidité du passif est adossée sur celle de l'actif immobilier. Elle est assurée au travers de l'organisation d'un marché secondaire de la liquidité de type marché centralisé géré

¹ Source : *Fund Manager Survey 2020* publié par l'ANREV, l'INREV et le NCREIF

² Source : EPRA

par une entreprise de marché (*stock exchange*) ou une entreprise d'investissement disposant d'un agrément en tant que système multilatéral de négociation (*multilateral trading facility*) ou bien de type marché de gré à gré (*over the counter*) géré par la société de gestion du fonds, des courtiers (*inter dealers brokers*) ou tout moyen d'intermédiation. Le prix de la liquidité se traduit par la possibilité d'une décote ou d'une surcote du prix des parts par rapport à la valeur d'actif net du fonds mais respecte le contrat social liant les associés. L'existence d'une telle décote ou surcote n'est en soi pas préjudiciable dans la mesure où elle traduit les anticipations des investisseurs sur l'évolution de la valeur d'actif net du fonds, en revanche il faut s'assurer que ces anticipations puissent se rencontrer et s'exprimer dans le cadre d'une organisation de marché adaptée à la structure du fonds. Les marchés boursiers d'immobilier coté répondent à une demande importante de liquidité correspondant à au moins 30% de rotation annuelle mais ils ne l'atteignent qu'au prix d'un certain nombre de sacrifices modifiant à court terme les caractéristiques d'un fonds immobilier, en particulier la renonciation à la décorrélation offerte par la classe d'actif immobilier et la volatilité accrue. Ce genre de marché est de fait une organisation efficace pour créer une liquidité sur des fonds détenus par un très grand nombre d'investisseurs. Les marchés de gré à gré sont plus adaptés à des fonds détenus par un faible nombre d'investisseurs et ils conviennent à une plus faible demande de liquidité.

Les fonds immobiliers non cotés ouverts au public constituent une spécificité de certains pays. En Europe, la France et l'Allemagne (*Immobilien Sondervermögen*) sont les principaux acteurs, mais il en existe aussi au Royaume-Uni (*Property authorised investment fund*), en Espagne (*Fondo de inversión inmobiliaria*), aux Pays-Bas (*Commanditaire Vennootschap* et *Fonds voor Gemene Rekening*), au Portugal (*Fundo de investimento imobiliário*). En Italie les fonds immobiliers sont essentiellement fermés (*Fondi comuni di investimento immobiliare* et *SICAF Immobiliari*).

SCPI et OPCI

En France, les fonds immobiliers non cotés ouverts au public sont de deux types : les Sociétés Civiles de Placement Immobilier (SCPI) qui sont des fonds d'investissement alternatifs (FIA) au sens de la Directive AIFM, et les Organismes de Placement Collectif en Immobilier (OPCI).

Les SCPI sont apparues dès 1964 et conçues comme des copropriétés d'épargnants. La SCPI est un véhicule à transparence fiscale, la fiscalité des investisseurs personnes physiques relève du régime des revenus fonciers, ce qui permet d'optimiser l'acquisition de parts par endettement. Encadrées par la réglementation depuis la loi n° 70-1300 du 31 décembre 1970, elles sont devenues progressivement des produits financiers gérées par des sociétés de gestion qui à l'origine ne s'occupaient que de gestion locative, d'où la spécificité de leur rémunération en pourcentage des loyers perçues et non en pourcentage de l'actif net. Elles ont démontré la résilience de leur modèle en traversant la Crise Immobilière des années 1990 et la Crise Financière Globale de 2008. Il existe deux types de SCPI : les SCPI à capital fixe et les SCPI à capital variable. Les SCPI à capital fixe sont des fonds fermés, la société de gestion peut procéder à une augmentation de capital sur une période donnée mais en-dehors de ces périodes de souscription l'acquisition de parts ne peut se faire que sur un marché secondaire organisé entre associés par la société de gestion. Les SCPI à capital variable sont des fonds ouverts, le capital peut varier à tout moment en fonction des créations et des retraits de parts. La liquidité n'est cependant pas intrinsèque aux fonds car il ne s'agit pas d'organismes de placement collectif. Seule la problématique de liquidité des SCPI à capital variable est considérée dans ce rapport.

Les OPCI sont de création beaucoup plus récente, leur régime juridique a été défini par l'ordonnance n°2005-1278 du 13 octobre 2005. Les OPCI sont des véhicules à transparence fiscale, la fiscalité des investisseurs personnes physiques relève du régime des revenus des valeurs mobilières mais l'arrêté d'homologation des dispositions du règlement général de l'Autorité des marchés financiers n'a été

publié que le 16 mai 2007³. De fait les OPCI n'ont véritablement pris leur essor qu'après la Crise financière Globale. Le recul n'est donc pas suffisant pour considérer la problématique de leur liquidité.

Fin 2019 les SCPI capitalisent 65,4 milliards d'euros dont 56,3 milliards sous forme de capital variable et 9,1 milliards sous forme de capital fixe. Les OPCI capitalisent 18,6 milliards. Ensemble les fonds immobiliers non cotés ouverts au public en France totalisent 84,0 milliards à comparer aux 1 960,4 milliards d'euros d'OPC et de FIA de droit français, soit 4,3% de l'ensemble⁴. Le rapport est similaire dans le domaine des fonds immobiliers cotés : les sociétés immobilières cotées en France (SIIC) capitalisent 77,8 milliards d'euros fin 2019, soit 2,6% de la capitalisation des actions françaises.

³ Dans ce rapport, seuls les OPCI dits Grand Public sont considérées à l'exclusion des organismes professionnels

⁴ Sources : IEIF et AFG

Principes généraux de gestion du risque de liquidité des fonds ouverts en Europe

Le risque de liquidité d'un fonds d'investissement ouvert est défini comme le risque qu'une position dans le portefeuille ne puisse être cédée, liquidée ou clôturée pour un coût limité et dans un délai suffisamment court, compromettant ainsi la capacité du fonds à se conformer à tout moment à l'exigence d'émission et de rachat à la demande des investisseurs⁵. Par nature les fonds ouverts sont exposés au risque de transformation de la liquidité entre l'actif et le passif du fonds. La gestion de ce risque est une préoccupation majeure des sociétés de gestion afin d'assurer la liquidité annoncée à l'investisseur dans le respect des principes fondamentaux d'égalité de traitement entre les investisseurs et d'intégrité des marchés.

Les périodes de crise créent des tensions sur la liquidité de tous les marchés et provoquent des vagues de retraits des fonds d'investissement, quelle que soit leur nature. Les fonds ouverts sont par essence particulièrement vulnérables de par l'organisation de la liquidité de leur passif qui repose sur le rachat par le fonds des parts des investisseurs désireux de retrouver une certaine liquidité. Or durant les crises, les marchés sont affectés à la fois en termes d'anticipation de baisse de valeurs mais aussi d'assèchement des transactions rendant incertaines les valorisations.

Actif

A l'actif, même s'il existe une certaine hiérarchie de la liquidité présumée entre les différentes classes d'actifs, la liquidité n'est par nature pas acquise à l'avance. La liquidité relative des actifs peut varier dans le temps affectant le coût ou le temps de liquidation de la position détenue en portefeuille et peut sporadiquement se réduire voire disparaître en cas de crise grave de liquidité sur un segment donné de marché. Néanmoins un fonds fortement diversifié sur plusieurs pays et plusieurs classes d'actifs dispose d'un actif plus liquide comparativement à un fonds investi dans un seul pays et une seule classe d'actifs. Plus généralement la facilité de liquidité offerte aux investisseurs dans les fonds ouverts incite les sociétés de gestion à une discipline d'investissement qui limite l'aléa moral, favorise la diversification et contribue ainsi à la performance.

La fréquence de valorisation des actifs, surtout lorsque ces actifs sont illiquides et doivent être valorisés à dire d'expert, joue également un rôle sur la liquidité du fonds. Lorsque les marchés sont secoués, une valorisation peu fréquente incite les investisseurs à réaliser des arbitrages inter-temporels. Dans le cas des fonds immobiliers, les standards de valorisation du patrimoine immobilier posent un problème particulier. Ces standards diffèrent selon les pays entre le poids accordé à l'analyse des transactions comparables (*mark-to-market*), l'actualisation des revenus anticipés en tenant compte d'une prime de risque (*mark-to-model*) et la valeur de remplacement (*sustainable value*) qui produisent un effet de lissage sur les performances plus ou moins marqué. Il en résulte des différences importantes en termes de profil de rentabilité et de risque qui, sans correction adéquate de l'effet de lissage, favorise insidieusement et de façon fallacieuse les fonds immobiliers par rapport aux fonds investis en actions ou en obligations en leur donnant l'apparence de fonds monétaires surperformants.

Le dispositif le plus naturel pour permettre à un fonds de racheter ses propres parts est l'existence en continu d'une poche minimale d'actifs liquides, qui a néanmoins l'inconvénient de peser sur la performance. C'est un coût d'opportunité correspondant au coût d'assurance de la liquidité. Les

⁵ Article 3(8) de la Directive Européenne 2010/43/EC, le cadre réglementaire régissant la liquidité des fonds en Europe est constitué par la Directive OPCVM 2009/65/CE et la Directive AIFM 2011/61/UE.

investisseurs de long terme qui n'utilisent que peu fréquemment la facilité de liquidité subventionnent implicitement les investisseurs de court terme qui l'utilisent fréquemment.

Passif

La gestion du risque de liquidité suppose l'analyse du degré de liquidité du portefeuille sous gestion au regard du contexte de son passif. A ce titre la fréquence de publication des valeurs liquidatives, et donc l'espacement des fenêtres de rachats, joue un rôle important. Une fréquence faible permet de fournir des évaluations plus robustes de la valeur des parts et de limiter l'avantage du premier sortant (*first-mover advantage*) en accumulant les ordres d'achat et de vente entre deux valeurs liquidatives. Cette fréquence est journalière, bimensuelle, mensuelle, trimestrielle ou semestrielle selon les actifs sous gestion et les pays.

Le contrôle du niveau d'emprise des investisseurs dans le fonds est également déterminant pour améliorer la liquidité du passif : l'emprise importante d'un ou plusieurs investisseurs sur le capital induit un risque de liquidité supérieur à celui où le capital est largement réparti.

Il n'y a que deux manières d'augmenter le niveau de liquidité dans un fonds : le recours à l'endettement et la cession d'actifs. Le recours à l'endettement a l'inconvénient d'augmenter le profil de risque du fonds au détriment des associés qui demeurent engagés. La gestion de la dette peut être également rendue complexe par la présence de clauses restrictives (*covenants*) associés à la dette déjà existante. La cession d'actifs pour constituer un fonds de remboursement présente l'inconvénient d'être dilutive pour les investisseurs qui demeurent engagés. En effet la société de gestion a le choix entre vendre les actifs les plus rentables et les plus liquides, soit céder les actifs les moins rentables ou ceux dont le potentiel de création de valeur paraît limité. Le besoin impérieux de dégager du cash peut conduire à céder ces actifs en deçà de leurs valeurs vénales d'autant plus que la demande de rachat de parts trahit bien souvent une dynamique baissière des actifs en question. La cession d'actifs réduit également automatiquement la mutualisation du risque au sein du fonds.

L'intensification de la collecte peut également être une réponse à la demande de rachats : de nouveaux investisseurs compensent les investisseurs sortants. Mais en faisant abstraction des efforts d'animation commerciale à déployer en pareilles circonstances, la société de gestion n'a pas réellement les moyens de peser sur ce paramètre.

Si la collecte n'est pas une solution, il reste la possibilité de modifier les règles du jeu des rachats en enclenchant des mécanismes de protection qui reposent soit sur un dispositif reflétant l'impact de la liquidité sur les prix, soit directement sur la limitation de la liquidité du passif. Les mécanismes applicables aux fonds ouverts de droit français, OPC ou FIA, sont : l'ajustement de la valeur liquidative pour prendre en compte les coûts de réaménagement du portefeuille (*swing pricing*), l'application de droits d'entrée et de sortie ajustables acquis au fonds (*anti-dilution levy*), le mécanisme du délai de préavis (*period of notice*), le mécanisme de plafonnement des rachats (*gates*), le mécanisme des rachats en nature (*in kind*), le mécanisme de cantonnement (*side pockets*) et la suspension à titre provisoire des souscriptions / rachats (*suspension of subscriptions / redemptions*). L'utilisation de ces mécanismes relève de situations différentes en fonction du degré de dégradation de la liquidité (cf. graphique 1), ils doivent être mentionnés dans les documents constitutifs du fonds.

Ces mécanismes ne sont activés que si la variation de passif nette des souscriptions et des rachats dépasse un seuil prédéterminé et l'application concerne la totalité de l'actif. Les seuils à la hausse et à la baisse peuvent différer et être exprimés en montant, en nombre de parts ou en pourcentage de l'actif. Ces paramètres ne sont en général pas communiqués précisément à l'avance afin de ne pas réduire l'efficacité du dispositif et d'éviter d'éventuelles manipulations.

Comme premier rempart contre une baisse limitée de la liquidité, l'ajustement de la valeur liquidative et l'application de droits d'entrée et de sortie ajustables acquis au fonds à la baisse ou à la hausse permettent de protéger les investisseurs présents dans le fonds des effets négatifs liés aux mouvements de passif engendrés par les investisseurs entrants ou sortants de manière à ce que les coûts soient supportés par ces investisseurs. D'après les observations, l'activation de cet outil tempère l'ampleur des demandes de retraits et améliore la performance à moyen et long terme des fonds qui y recourent tout en augmentant sa volatilité. Son efficacité est néanmoins réduite dans les périodes de forte turbulence et un usage abusif pour améliorer mécaniquement la performance du fonds est toujours possible.

En cas d'assèchement plus sévère de la liquidité, d'autres remparts peuvent être activés.

Le mécanisme du délai de préavis imposé aux investisseurs qui souhaitent racheter permet au gérant d'obtenir de meilleures conditions pour dégager les liquidités nécessaires au paiement des rachats. La société de gestion peut ainsi disposer d'un laps de temps entre la date de la centralisation de l'ordre et la date de la négociation lui permettant, lorsque nécessaire, pour certaines positions moins facilement liquidables au vu des conditions de marché au moment du rachat, d'organiser les ordres dans le marché afin de réaliser les actifs aux meilleures conditions de marché. Il existe deux sortes de préavis : impératif ou incitatif, ce dernier étant le plus couramment employé.

Le mécanisme de plafonnement des rachats permet d'étaler temporairement les demandes de rachats sur plusieurs valeurs liquidatives. Il permet de gérer le risque de liquidité dans l'intérêt exclusif des investisseurs. En effet, face à une situation de liquidité ne justifiant pas la suspension totale, il peut être davantage dans l'intérêt des investisseurs et de l'intégrité des marchés d'échelonner temporairement les demandes de rachat. Les investisseurs qui le désirent ont toujours la possibilité d'échanger leurs parts sur un marché secondaire avec une décote sur la valeur d'actif net tenant compte de l'incertitude sur cette valeur sur la durée de fonctionnement du mécanisme de plafonnement.

Le mécanisme des rachats en nature consiste à remettre aux investisseurs sortants des titres et non des liquidités. Ainsi, le fonds transfère aux investisseurs sortants la charge de la cession d'une quote-part du portefeuille global et cela évite les coûts afférents à l'obtention de liquidités sur des marchés moins ou peu liquides. C'est un mécanisme intéressant en ce qu'il offre une option supplémentaire aux investisseurs capables de gérer eux-mêmes les titres reçus, mais par conséquent peu adapté aux investisseurs de détail. L'application de ce mécanisme suppose que les investisseurs sortants y consentent, voire l'ensemble des investisseurs.

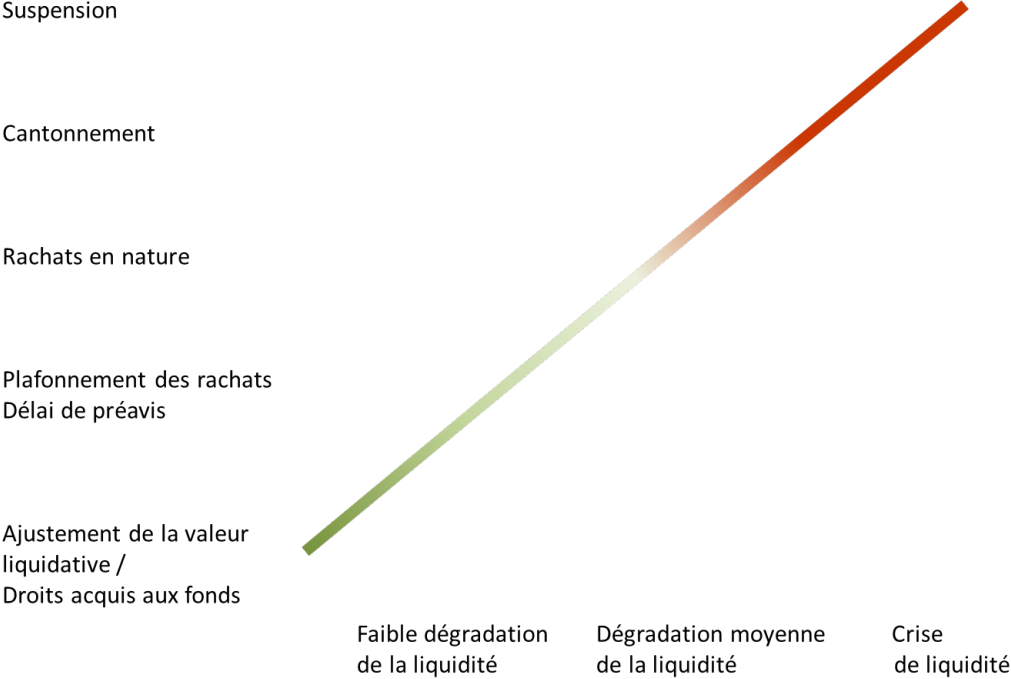
Le mécanisme de cantonnement est mis en place lorsque certains actifs sont difficiles à évaluer et à céder dans le marché ou sont affectés de sinistralité. Le fonds est alors scindé en deux : d'un côté, les actifs liquides / valorisables, de l'autre côté les actifs cantonnés rassemblant les actifs illiquides / sinistrés destinés à être vendus ultérieurement au mieux des conditions de marché et de l'intérêt des investisseurs. La partie liquide continuera à faire l'objet d'une gestion en situation normale, avec une fréquence de valeur liquidative et des conditions de souscription / rachat inchangée, tandis que la partie cantonnée ne permettra plus ni souscription ni rachat et sera gérée dans une logique purement extinctive. Cette mesure exceptionnelle permet d'assurer l'égalité des investisseurs, car seuls les investisseurs existants à la date de la scission se verront affecter une quote-part de partie cantonnée.

La suspension à titre provisoire des souscriptions / rachats est un outil de dernier recours. Il revient de fait à fermer le fonds⁶. Il permet de préserver l'égalité des investisseurs dans des situations très difficiles de marché, comme par exemple lorsque la réalisation ou la valorisation des actifs est

⁶ L'exemple le plus connu internationalement est celui du fonds immobilier Rodamco en 1990.

impossible. Ce mécanisme protège également les souscripteurs éventuels qui risquent de payer un prix estimé non conforme à la réalité en cas d'absence de moyens de valorisation fiable. Dans ce cas également, les investisseurs qui le désirent ont toujours la possibilité d'échanger leurs parts sur un marché secondaire.

Graphique 1 : Mécanismes de gestion du risque de liquidité dans les fonds ouverts



Examen critique de la liquidité des SCPI à capital variable

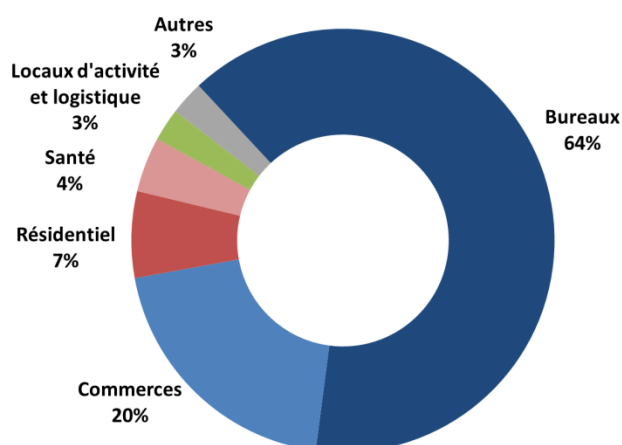
Principe

La SCPI est un véhicule simple. Son patrimoine n'est composé que d'actifs immobiliers physiques et de la liquidité issue des loyers permettant de payer les dividendes ainsi que d'éventuels reports à nouveau permettant de lisser ces dividendes.

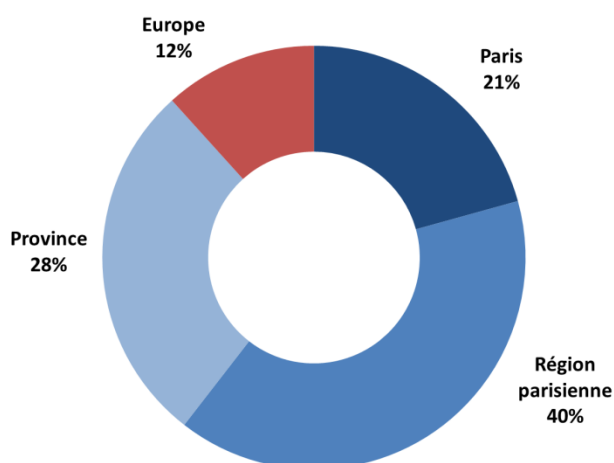
Le patrimoine immobilier des SCPI est constitué essentiellement d'immobilier d'entreprise : bureaux, commerces, locaux industriels, plateformes logistiques, services (hôtels, cliniques, EHPAD), mais aussi d'immobilier résidentiel et de résidences gérées (seniors, étudiants) pour une faible part (cf. graphique 2). Ce patrimoine est très majoritairement situé en France : Paris, Région parisienne et Province, une diversification internationale des placements est à l'œuvre depuis plusieurs années, essentiellement en zone euro, principalement l'Allemagne (cf. graphique 3).

Les SCPI peuvent recourir à l'endettement mais elles sont faiblement endettées avec un ratio moyen d'endettement (*Loan to value*) de l'ordre de 14% fin 2018, en augmentation sur les dernières années, et un maximum à 40%. Les ratios d'endettement les plus élevés sont observés sur les SCPI de très petite taille, souvent les plus récentes, et de très grande taille.

Graphique 2 : Répartition sectorielle du patrimoine immobilier des SCPI fin 2018



Graphique 3 : Répartition géographique du patrimoine immobilier des SCPI fin 2018



Les SCPI sont en général détenues par des investisseurs individuels, la part détenue par des investisseurs institutionnels ne dépasse pas 20% de la capitalisation, un faible nombre de SCPI sont essentiellement institutionnelles. La commercialisation dans le cadre de contrats d'assurance-vie s'est développée sur les dernières années et a augmenté la part des compagnies d'assurance dans le capital des SCPI qui s'élève à 17% environ de la capitalisation dont 12% par le biais d'unités de compte.

Le marché primaire des SCPI à capital variable correspond à la collecte nette, somme des souscriptions de parts diminuée des retraits non compensés.

Le prix de souscription est fixé par la société de gestion à plus ou moins 10% de la valeur de reconstitution égale à la valeur de réalisation (valeur d'actif net) augmentée des frais nécessaires à la reconstitution du patrimoine. La fixation de ce prix de souscription relève de la stratégie commerciale de la société de gestion de la SCPI : une valeur de part supérieure à la valeur de reconstitution permet de limiter la collecte en dégradant le taux de rendement, à l'inverse inférieure à la valeur de reconstitution permet d'attirer la collecte et en affichant un taux de rendement supérieur au rendement des actifs. C'est en quelque sorte un mécanisme d'ajustement de valeur permettant de réguler la liquidité (*swing pricing*).

Les retraits non compensés ne sont possibles que si un fonds de remboursement a été mis en place. La création d'un tel fonds par vente d'actifs n'est motivée que lorsque qu'une tension apparaît sur les retraits non compensés. Le remboursement s'effectue avec une décote, il ne peut s'effectuer à un prix supérieur à la valeur de réalisation, ni inférieur à celle-ci diminuée de 10 %.

Le marché secondaire des SCPI à capital variable correspond à la procédure de retrait compensé organisée par la société de gestion, où un vendeur de part cède ses parts à la SCPI qui émet de nouvelles parts à destination d'un acheteur, et au marché de gré à gré, qui joue un rôle très marginal. Le prix de retrait est fixé par la société de gestion, il ne peut être supérieur au prix de souscription diminué de la commission de souscription.

Les parts en attente correspondent à des ordres de vente qui n'ont pas pu être honorés par manque d'acheteur et par impossibilité de procéder à des retraits non compensés. Ces ordres de vente sont exécutés dans le fil de la collecte.

Les marchés primaire et secondaire fonctionnent avec une fréquence majoritairement trimestrielle sur la base d'une actualisation de la valorisation du patrimoine immobilier. En période de collecte, la SCPI à capital variable propose ainsi une plus grande liquidité que l'investissement en immobilier direct. En période de décollecte, la liquidité peut se reprocher de celle de l'immobilier direct sous-jacent.

Historique

Au cours des années 1970, la plupart des banques, mais aussi quelques groupes indépendants, se dotent de SCPI. Ces fonds ont alors une stratégie de détention d'immobilier à long terme (*buy and hold*), ils n'arbitrent leurs placements que très peu et sont restreints dans la possibilité de création de valeur. Durant les années 1980, les SCPI ont connu un essor rapide. En 1986, la Commission des opérations de bourse (COB)⁷ définit les standards de la profession, notamment en matière de transparence. Ce cadre sécurisant et le contexte de hausse des prix du marché immobilier contribuent à la croissance des SCPI.

Au début des années 1990, le marché de l'immobilier entre dans une crise grave et les SCPI, alors majoritairement à capital fixe, sont victimes d'une réglementation à contretemps. En janvier 1993, la COB impose en effet un prix de cession conseillé calculé sur la valeur d'actif net alors que le prix des parts avant la réforme était inférieur à cette valeur. Le rendement baisse mécaniquement et les

⁷ Aujourd'hui l'Autorité des Marché Financiers

acheteurs disparaissent. La crise de performance des SCPI, due à une conjoncture immobilière défavorable, se double alors d'une crise de liquidité. Pour pallier cette difficulté, les sociétés de gestion développent, à partir de 1996, un marché de gré à gré, qui permet aux associés d'échanger leurs parts à un prix librement consenti et non plus au prix de cession conseillé.

A partir de 1999, à la faveur de la montée des prix de l'immobilier, les SCPI entrent dans une nouvelle phase de croissance. La liquidité du marché des parts redevient normale dès 2000 et, à partir de 2003 jusqu'en 2007, les SCPI renouent avec des collectes importantes. Les sociétés de gestion transforment progressivement les SCPI à capital fixe en SCPI à capital variable, qui deviennent majoritaires, et fusionnent les fonds pour augmenter leur taille. Parallèlement, les professionnels œuvrent pour assouplir les contraintes qui régissent les SCPI en matière de gestion immobilière et de marché des parts. Une réforme du marché secondaire des SCPI introduite par l'arrêté du 26 avril 2002 portant homologation du règlement n° 2001-06 de la COB abandonne le système du prix de gestion conseillé pour les SCPI à capital fixe. Le décret n° 2003-74 du 28 janvier 2003 assouplit les contraintes de gestion en matière d'arbitrages d'immeubles et de travaux, permettant ainsi une gestion plus dynamique des patrimoines immobiliers.

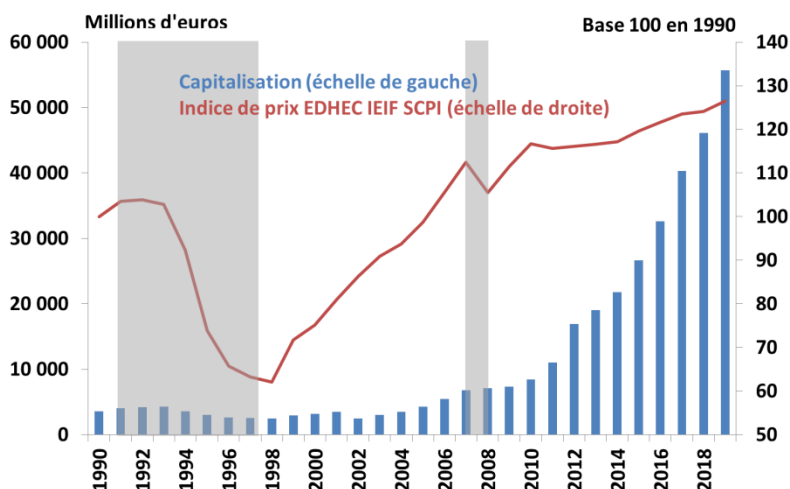
Après la Crise Financière Globale de 2008, une période de bas taux d'intérêt dans le sillage de la politique monétaire accommodante se met durablement en place et les investisseurs se tournent vers l'immobilier considéré comme valeur de rendement refuge. La collecte se maintient à des niveaux élevés et les sociétés de gestion recourent de plus à plus à l'emprunt bancaire à la fois pour gérer l'acquisition de biens immobiliers en anticipation de collecte et pour dynamiser le rendement par effet de levier.

En 2013 les SCPI rejoignent l'univers des fonds d'épargne européens avec la transposition en droit français par l'ordonnance n° 2013-676 du 27 juillet 2013 de la Directive 2011/61/UE édictée par le Parlement et du Conseil européen le 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs dite Directive AIFM. A cette occasion, les SCPI gagnent encore en flexibilité dans la gestion de leur portefeuille immobilier et leur standard de gouvernance est accru avec la nomination d'un dépositaire chargé de la conservation des instruments financiers, de la tenue sur registre des actifs et du suivi du flux de liquidités, ainsi que d'un évaluateur indépendant du patrimoine immobilier.

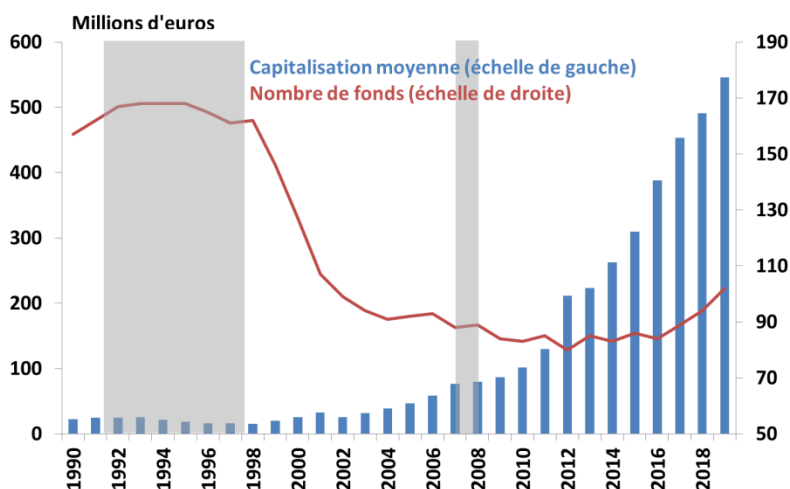
Par contrecoup les SCPI entrent dans le champ de la réglementation sur le document d'information clés relatif aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (*PRIIPS*) n°1286/2014 édicté par le Parlement et le Conseil européen le 26 novembre 2014. Les SCPI à capital variable ont en général un niveau de risque de marché égal à 3.

Ces évolutions de structure du marché des SCPI à capital variable depuis 1990 sont illustrées par les graphiques 4 et 5. Sur le graphique 4, les périodes de crise immobilière apparaissent en gris, elles se traduisent par une baisse de l'indice EDHEC IEIF de prix des SCPI investies en immobilier d'entreprise. Après chaque crise, la capitalisation des SCPI à capital variable stagne, voir régresse. Le graphique 5 montre l'évolution du nombre de SCPI à capital variable qui décroît jusqu'en 2004 pour se stabiliser ensuite et progresser à partir de 2017 pour atteindre 102 véhicules fin 2019 alors que la capitalisation moyenne des fonds augmente fortement à partir de 2012 pour atteindre près de 550 millions d'euros fin 2019.

Graphique 4 : Evolution de la capitalisation des SCPI à capital variable et de l'indice de prix EDHEC IEIF en fin d'année



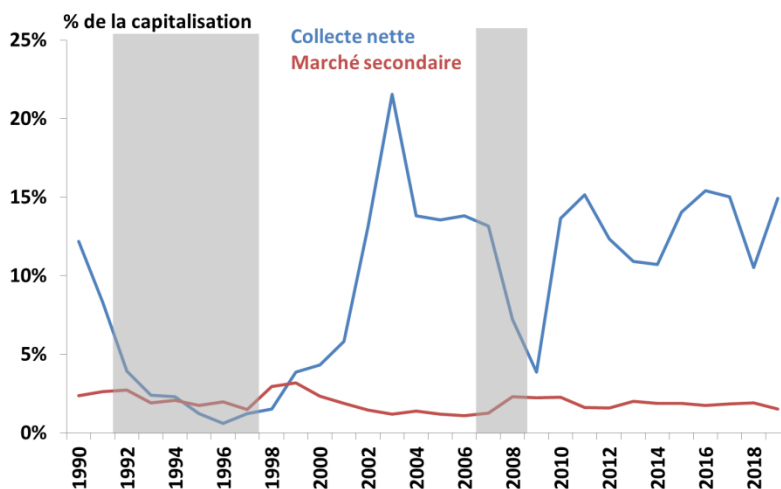
Graphique 5 : Evolution du nombre de SCPI à capital variable et de leur capitalisation moyenne en fin d'année



Fonctionnement global du marché des parts

Depuis 2001, la collecte nette est très dynamique et s'établit chaque année, si l'on exclut les effets de la Crise Financière Globale, à près de 15% de la capitalisation (cf. graphique 6). Le marché secondaire correspond en moyenne à un peu moins de 2% de la capitalisation, ce qui correspond à une durée moyenne de détention de cinquante ans. Ce taux de rotation est inférieur d'un facteur d'au moins quatre à celui de l'investissement en immobilier d'entreprise en France. Le sous-jacent immobilier des SCPI est donc beaucoup plus liquide que le marché secondaire des parts. C'est un gage de stabilité pour le marché des SCPI surtout en regard des cycles immobiliers qui ont des durées de dix à douze ans.

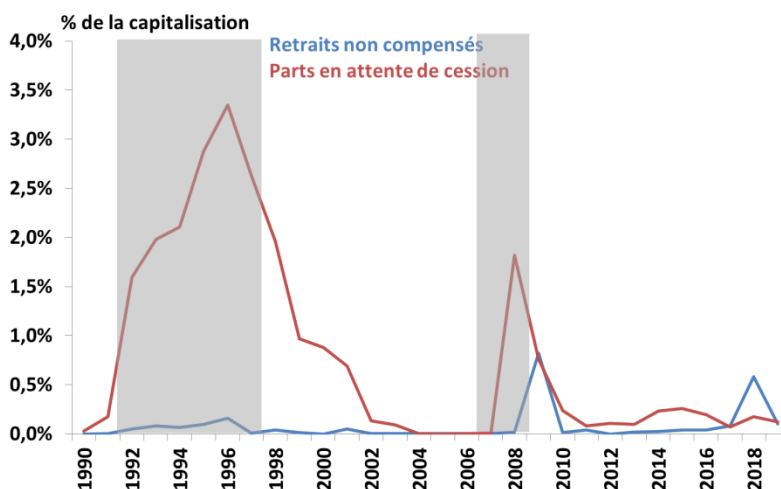
Graphique 6 : Evolution de la collecte nette et du marché secondaire des SCPI à capital variable



Les retraits non compensés qui sont le signe d'un problème de liquidité représentent en moyenne 0,1% de la capitalisation, un maximum de 0,8% a été atteint durant la Crise Financière Globale (cf. graphique 7). C'est un pourcentage très faible qui peut être facilement géré.

Le nombre de parts en attente de cession est également un indicateur de tension de la liquidité. Depuis 2002, le nombre de parts en attente de cession reste faible, il a connu un pic de 3,3% durant la Crise Financière Globale qui s'est rapidement résorbé, ce qui montre que le marché secondaire fonctionne correctement.

Graphique 7 : Evolution des retraits non compensés et du nombre de parts en attente de cession en fin d'année pour les SCPI à capital variable



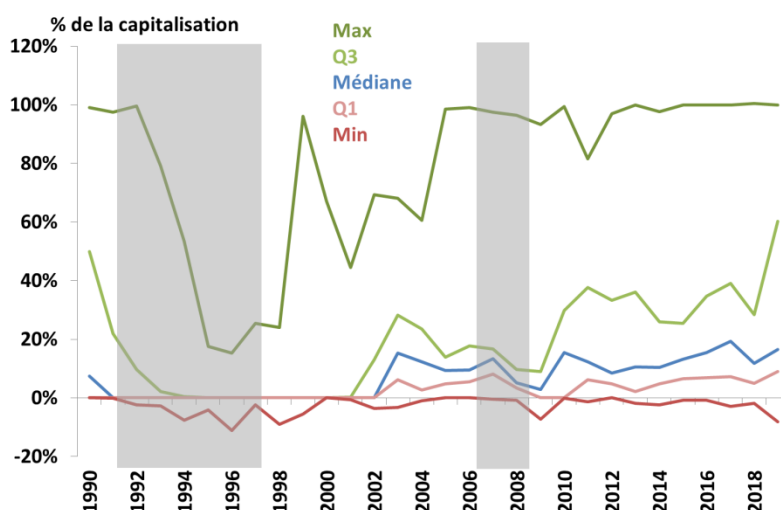
Fonctionnement spécifique du marché des parts

Si la gestion de la liquidité fonctionne globalement bien, elle doit aussi être appréciée au niveau spécifique de chaque SCPI à capital variable. Pour ce faire les indicateurs précédents sont éclatés en quartiles (maximum, 3^{ème} quartile, médiane, 1^{er} quartile et minimum) considérant l'ensemble de

l'univers des fonds sur chaque année d'observation. Dans cette analyse, les procédures de liquidation ordonnée de SCPI sont exclues.

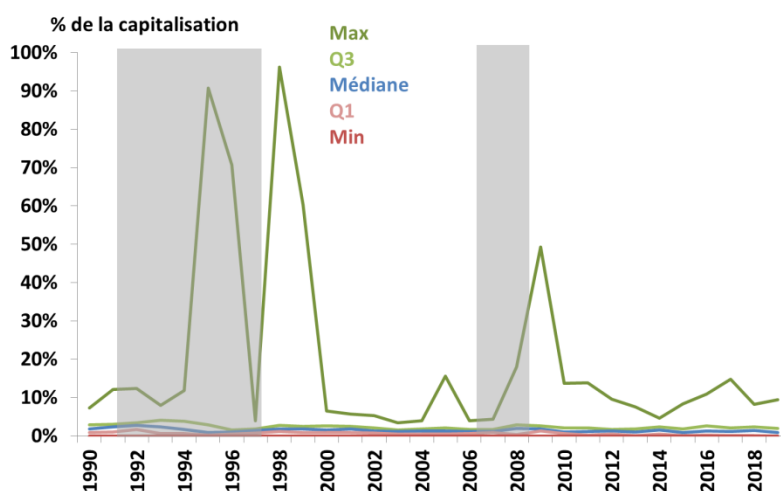
Les périodes de crise immobilière coïncident avec une baisse de la collecte pour tous les quartiles sauf pour la SCPI de collecte maximum qui n'a pas été affectée par la Crise Financière Globale. Jusqu'au 1^{er} quartile les SCPI ont été en collecte ou sans collecte et la décollecte a été faible pour la SCPI de collecte minimum année après année (cf. graphique 8).

Graphique 8 : Evolution des quartiles de collecte nette en % de la capitalisation



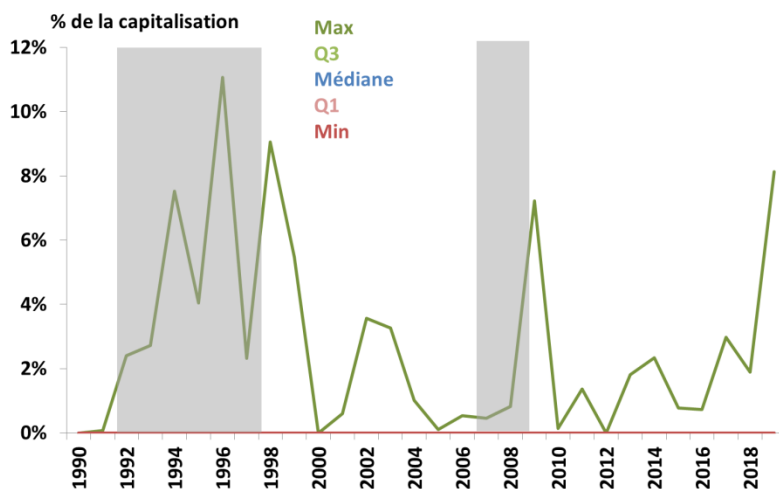
Le marché secondaire a été très animé pendant la Crise Immobilière des années 1990 pour la SCPI de marché secondaire maximum, beaucoup moins pendant la Crise Financière Globale (cf. graphique 9). Ceci n'a concerné que des fonds de très petite taille.

Graphique 9 : Evolution des quartiles du marché secondaire en % de la capitalisation



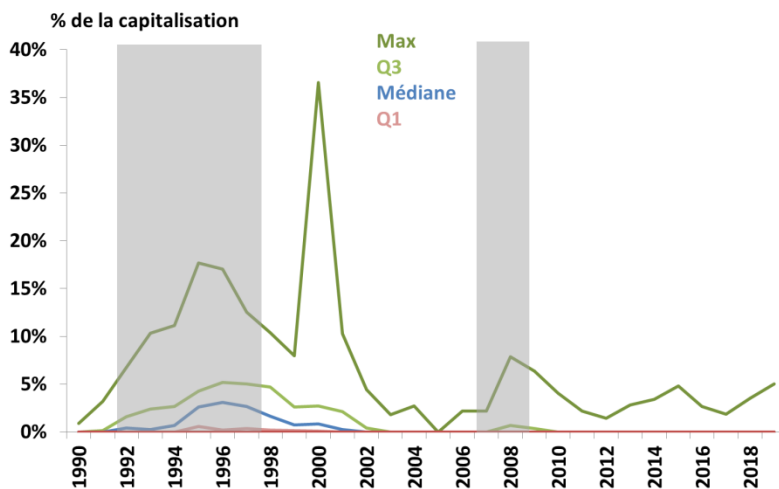
Les retraits non compensés ne concernent que la SCPI de retraits non compensés maximum (cf. graphique 10). Le problème est donc très cantonné, qui plus est les SCPI pour lesquelles le niveau de retraits non compensés dépasse 2% de la capitalisation sont de petite taille.

Graphique 10 : Evolution des quartiles des retraits non compensés en % de la capitalisation



Les parts en attente de cession ne concernent également véritablement que la SCPI de parts en attente de cession maximum (cf. graphique 11). Le problème est donc aussi très cantonné, le pic de 2000 concerne une SCPI de très petite taille.

Graphique 11 : Evolution des quartiles des parts en attente de cession en % de la capitalisation



Examen général de la liquidité des OPCI

Principe

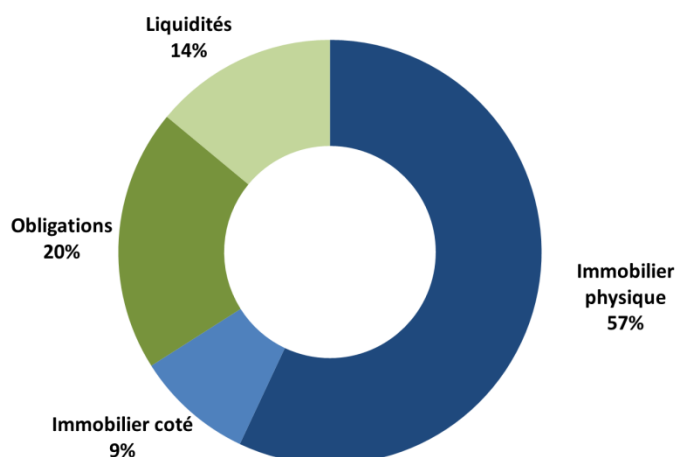
L'OPCI est un véhicule d'allocation d'actifs. Son patrimoine est constitué à hauteur de 60% d'actifs immobiliers dont au moins 50% sous forme d'immobilier physique, le complément sous forme de sociétés immobilières cotées, et de 40% d'actifs financiers, actions et obligations, dont 5% de liquidité (cf. graphique 12). Le sous-jacent étant constitué à hauteur de 40% d'actifs liquides, il offre à l'épargnant une liquidité très supérieure à celle de l'immobilier.

Le patrimoine immobilier physique des OPCI est constitué essentiellement d'immobilier d'entreprise : bureaux, commerces, locaux industriels, plateformes logistiques, services (hôtels, cliniques, EHPAD), mais aussi d'immobilier résidentiel et de résidences gérées (seniors, étudiants) pour une faible part (cf. graphique 13). Ce patrimoine est situé majoritairement en France : Paris, Région parisienne et Province, mais également réparti largement en Europe depuis l'origine (cf. graphique 14).

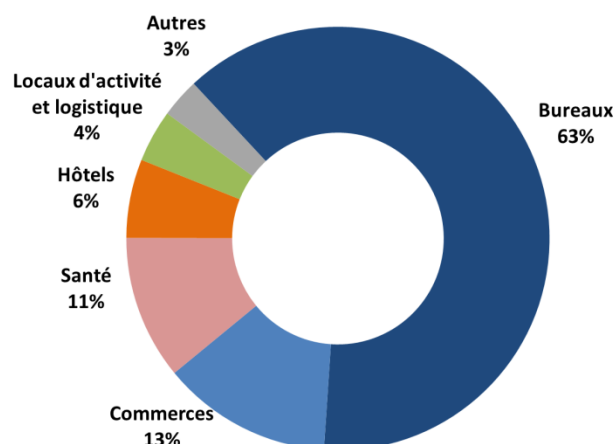
Le patrimoine financier est constitué essentiellement d'obligations (emprunts d'état, obligations émises par les sociétés immobilières cotées et autres obligations d'entreprise) et de liquidités.

L'OPCI peut s'endetter à hauteur de 40% maximum de la valeur des actifs immobiliers et à hauteur de 10% de la valeur des autres actifs, soit à 28% du total de l'actif net. Fin 2018 le ratio moyen d'endettement (*Loan to value*) des OPCI est de l'ordre de 15%.

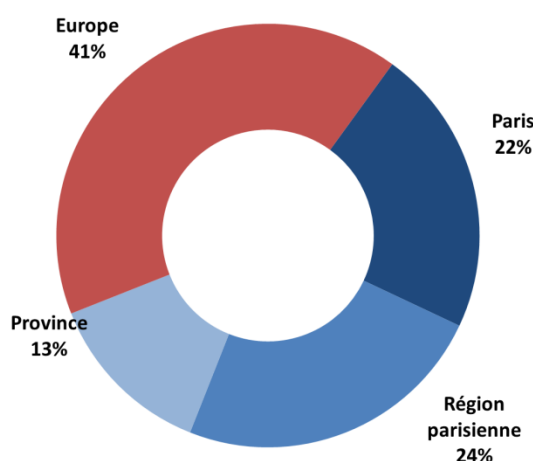
Graphique 12 : Répartition du patrimoine des OPCI fin 2018



Graphique 13 : Répartition sectorielle du patrimoine immobilier physique des OPCI fin 2018



Graphique 14 : Répartition géographique du patrimoine immobilier physique des OPCI fin 2018



Les OPCI sont en général détenues par des investisseurs individuels. La commercialisation se fait essentiellement au sein d'unités de compte dans le cadre de contrats d'assurance-vie.

La valeur liquidative est fixée par la société de gestion au maximum deux fois par mois et au minimum deux fois par an. La fréquence bimensuelle est très généralement utilisée.

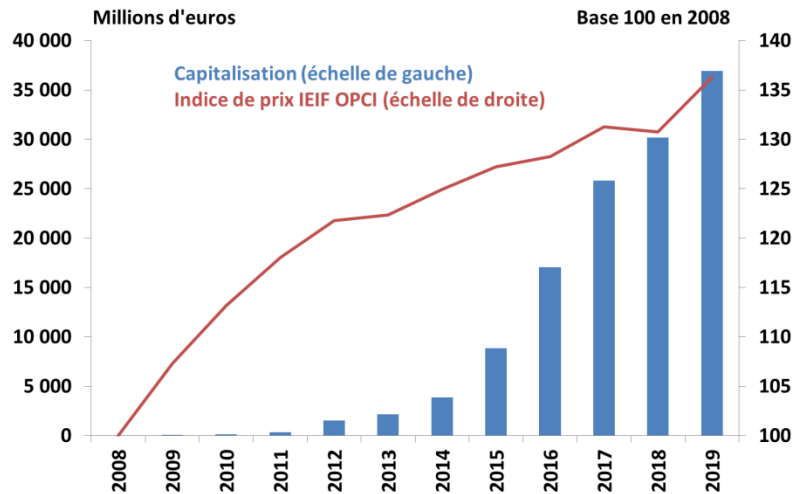
Historique

Les OPCI ont connu un démarrage lent dans le contexte économique et financier très perturbé de la Crise Financière Globale. Leur positionnement commercial a mis aussi du temps à être compris par les réseaux de distribution compte tenu de leur stratégie d'investissement originale qui amoindri le rendement courant en provenance dans l'immobilier dans la performance globale en faveur du rendement en capital en provenance des valeurs mobilières.

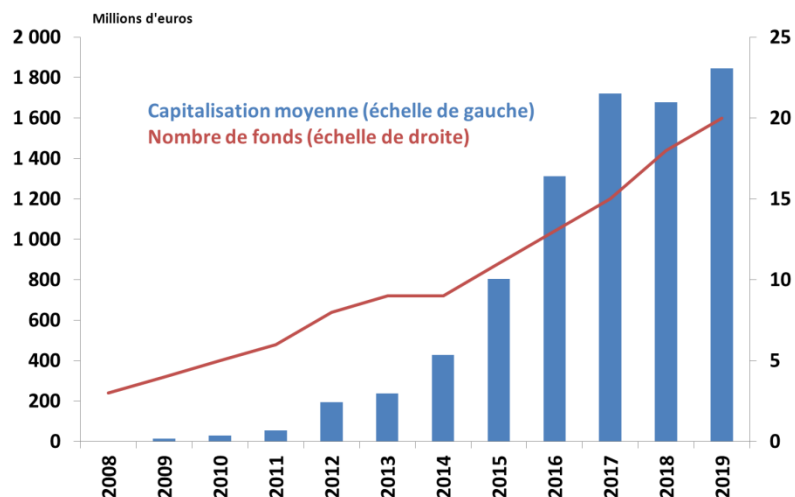
L'intégration en 2012 des OPCI dans les unités de compte des contrats d'assurance-vie leur a donné un essor important. Le nombre d'OPCI croît rapidement pour atteindre 20 véhicules fin 2019 ainsi que la capitalisation moyenne qui se situe fin 2019 à près de 1 850 millions d'euros (cf. graphique 15 et 16).

Vis-à-vis de la réglementation *PRIPPS*, les OPCI ont en général un niveau de risque de marché égal à 2.

Graphique 15 : Evolution de la capitalisation des OPCI et de l'indice de prix IEIF en fin d'année



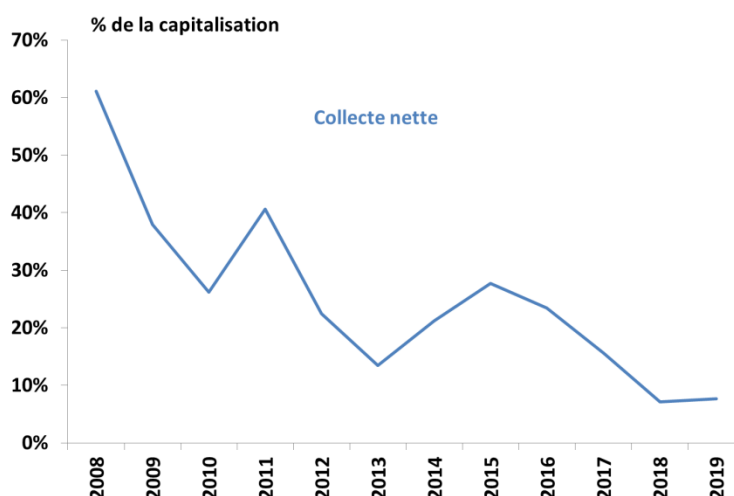
Graphique 16 : Evolution du nombre d'OPCI et de leur capitalisation moyenne en fin d'année



Fonctionnement global du marché des parts

Après une phase de démarrage où la collecte était naturellement très élevée par rapport à la capitalisation, le dynamisme de la collecte se stabilise à un peu moins de 10% de la capitalisation (cf. graphique 17). Jusqu'à présent aucune année de décollecte n'a été observée.

Graphique 17 : Evolution de la collecte nette des OPCI

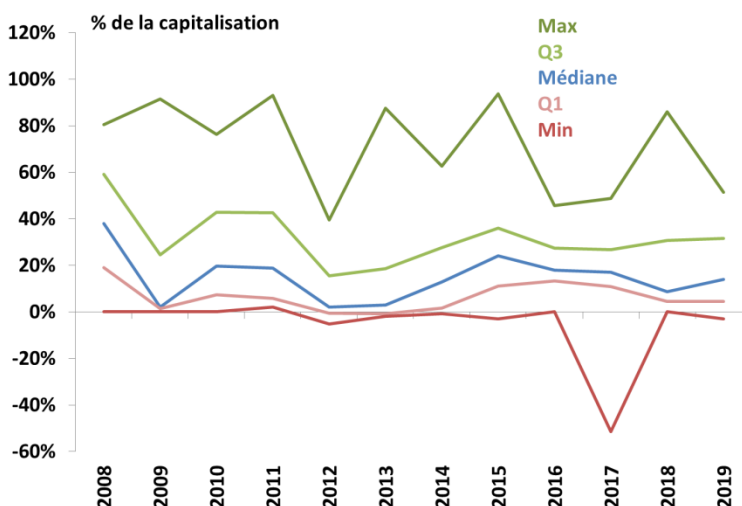


Fonctionnement spécifique du marché des parts

La collecte doit aussi être appréciée au niveau spécifique de chaque OPCI. Pour ce faire l'indicateur précédent est éclaté en quartiles (maximum, 3^{ème} quartile, 2^{ème} quartile soit la médiane, 1^{er} quartile et minimum) considérant l'ensemble de l'univers des fonds sur chaque année d'observation.

Jusqu'au 1^{er} quartile les OPCI ont été en collecte et la décollecte a été insignifiante pour l'OPCI de collecte minimum année après année sauf en 2017 où une décollecte importante a affecté un OPCI de petite taille sans créer de problèmes.

Graphique 18 : Evolution des quartiles de collecte nette en % de la capitalisation



Conclusion

Les mécanismes de liquidité des fonds immobiliers ouverts en France sont multiples et robustes (cf. tableau 1). Le modèle des SCPI à capital variable a démontré une forte résilience aux crises depuis plus de cinquante ans et il est encore un peu tôt pour porter un diagnostic formel sur le modèle des OPCI, même si aucun problème de liquidité n'est apparu jusqu'à présent.

Tableau 1 : Synthèse des mécanismes de liquidité des SCPI à capital variable et des OPCI effectivement utilisés

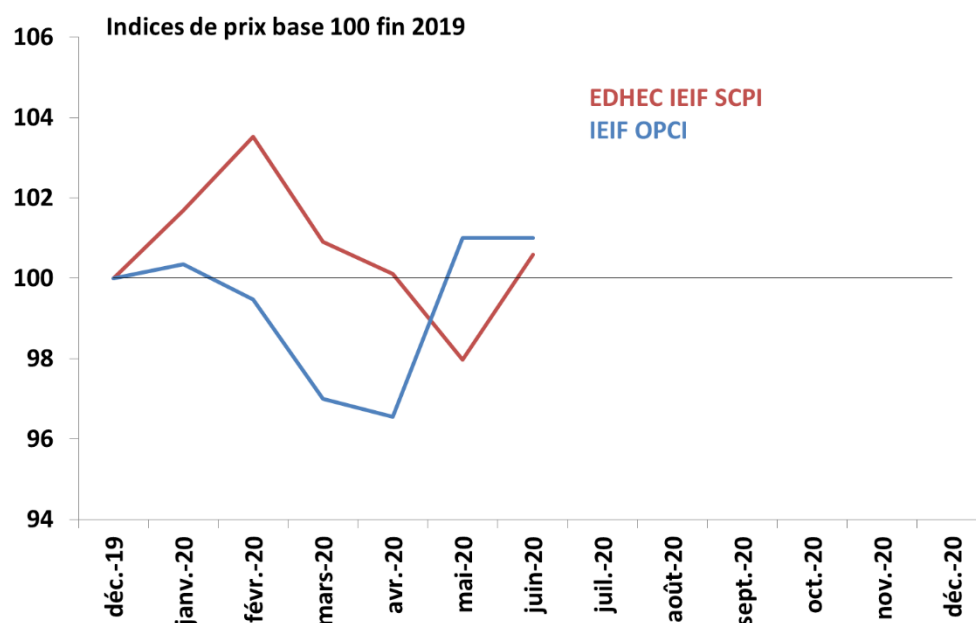
	SCPI à capital variable	OPCI
Dispositifs permettant d'augmenter la liquidité du fonds		
Diversification du patrimoine immobilier	Elevée	Très élevée
Poche de liquidité	Pas d'exigence mais présence éventuelle de report à nouveau	5% minimum et 40% d'actifs financiers
Endettement	Fixé statutairement	40% maximum de la valeur des actifs immobiliers et 10% de la valeur des autres actifs
Dispositifs permettant de refléter l'impact de la liquidité sur les prix		
Ajustement de la valeur liquidative	Oui dans la limite de 10% de la valeur de reconstitution	Oui
Application de droits et de sorties ajustables	Oui	Oui
Dispositifs permettant de limiter la liquidité du passif		
Limiter l'emprise d'un actionnaire dominant	Non	Non
Fréquence de fonctionnement du marché des parts	Trimestrielle	Bimensuelle
Délai de préavis des rachats	Oui	Oui
Plafonnement des rachats	Oui	Oui

A contrario de sévères crises de liquidité ont secoué les fonds immobiliers ouverts allemands lors de la Crise Financière Globale, alors que le système avait fonctionné parfaitement pendant près de cinquante ans, et plus récemment les fonds immobiliers ouverts anglais exposés au segment des commerces qui subit une transformation structurelle depuis plusieurs années avec l'irruption du e-commerce. A la différence des fonds français, ces fonds offrent une liquidité quotidienne, sont nettement plus sous emprise institutionnelle, donc potentiellement sujets à des arbitrages d'importantes positions, et investissent largement sur des marchés immobiliers plus volatiles que ceux de la zone euro aux USA et en Asie.

L'augmentation considérable de la capitalisation des SCPI à capital variable sur les dernières années rend néanmoins nécessaire une modernisation du marché primaire et secondaire de ces fonds pour renforcer encore leur résilience aux crises à venir. La crise économique liée à la pandémie du Covid-19 et au confinement général de la population a entraîné au mois de mars une vague de rachats massifs de fonds investis en obligations d'entreprise qui, en l'absence de la réponse rapide de la Banque centrale européenne au travers du *Pandemic Emergency Purchase Programme*, aurait pu ébranler la liquidité des marchés. A ce jour le marché des SCPI à capital variable et des OPCI n'a pas eu à souffrir de retraits, les fonds ont continué à collecter à un rythme soutenu durant le premier trimestre alors que la collecte au deuxième trimestre est en très fort ralentissement avec une

amélioration en juin. Mais les dégâts sur le tissu économique laissent augurer une hausse du chômage et des défaillances d'entreprises. Une baisse du revenu locatif devrait s'en suivre qui aura des répercussions sur le taux de rendement de l'immobilier et des difficultés sont donc à attendre dans la deuxième partie de l'année 2020. A ce jour le taux de recouvrement des loyers reste élevé et, à part dans certains secteurs comme les commerces ou l'hôtellerie, les revenus locatifs ne devraient être amputés que de maximum 10%, ce qui peut être compensé globalement dans les SCPI à capital variable par la masse de report à nouveau accumulée. Le cycle des loyers devrait également connaître un développement défavorable avec une demande locative faible et une indexation des loyers négative sur les prochains trimestres. Néanmoins les prix de parts se maintiennent depuis le début de l'année (cf. graphique 19), ils n'ont pas subi l'importante correction qui a secoué le prix des actifs financiers en mars et en avril. L'important différentiel de rendement par rapport aux autres classes d'actifs assure une certaine protection contre une baisse des prix.

Graphique 19 : Evolution des indices de prix des SCPI et des OPCI en 2020



La modernisation du marché des SCPI à capital variable devrait porter sur l'organisation du marché en fluidifiant le processus de règlement-livraison de parts au moyen d'inscriptions digitales en compte sécurisées (technologie *blockchain*) et en augmentant la transparence de l'information sur les négociations par centralisation sur une plateforme commune à l'ensemble des sociétés de gestion. Une telle plateforme serait synonyme d'économies d'échelle par rapport au marché de gré à gré. Ces économies d'échelle se manifestent notamment dans le mécanisme multilatéral de confrontation des intérêts, la recherche de contreparties est ainsi grandement facilitée et donc moins onéreuse.

Un autre axe de modernisation pourrait porter sur les coûts de transaction. Des coûts de transaction élevés constituent un rempart efficace à des transactions trop fréquentes et potentiellement déstabilisatrices. Mais les études qui ont été menées sur les conséquences éventuelles de l'instauration de la taxe *Tobin-Spahn* sur les transactions financières montrent qu'en régime de fonctionnement normal des marchés des coûts de transaction trop élevés augmentent la volatilité. Or le coût de transaction des SCPI à capital variable, la commission de souscription, est particulièrement élevée, elle représente près de deux années de dividendes distribués.

Le marché secondaire des SCPI à capital variable devrait en toute logique pouvoir supporter le même niveau d'activité que l'immobilier sous-jacent. Actuellement il est nettement en retrait mais ses conditions de fonctionnement devraient être adaptées pour qu'il puisse s'aligner sans heurts si besoin est.

Un processus de notation sollicité des fonds par une agence indépendante est également souhaitable car l'information publique à la disposition des investisseurs n'est pas toujours aisée à traiter. Les classifications traditionnelles utilisées par les conseils en gestion de patrimoine sont de moins en moins adaptées et décrivent de plus en plus mal les risques pris et les facteurs fondamentaux de performance. La classification en risque de marché issue de la réglementation *PRIIPS* répond partiellement à la question. Au fur et à mesure que l'offre de fonds croît et se sophistique, ce besoin de notation est de plus en plus pressant et contribuerait à répondre efficacement aux crises de liquidité générées par un comportement auto-réalisateur de retraits massifs d'un fonds intrinsèquement viable. D'autant que l'expérience montre qu'une crise à l'origine limitée à un seul fonds peut avoir une influence systémique sur toute l'industrie. La notation peut contribuer à endiguer cette contagion systémique à condition qu'elle reste relativement générale et n'aboutisse pas à des recommandations d'achat ou de vente⁸.

⁸ L'agence de notation Scope semble avoir contribué à l'approfondissement de la crise en Allemagne en émettant de telles recommandations.

Annexe bibliographique

- AFG, « Les outils de gestion du risque de liquidité dans les fonds ouverts », Mai 2017 et Mars 2020
- AFG, « Panorama du marché de la gestion pour compte de tiers », Mars 2020
- Amenc N., Schoeffler P. et Lasserre p., « Organisation optimale de la liquidité des fonds d'investissements », EDHEC Risk Institute, Mars 2010
- ASPIM, « Poids des compagnies d'assurance dans la détention des FIA par nature à fin 2018 », Juillet 2020
- ASPIM, « Evolution de l'endettement des SCPI entre 2015 et 2018 », Août 2020
- Bank of International Settlements, « Annual Economic Report », June 2020
- Banque de France, « Présentation et recensement des outils de gestion de la liquidité des fonds français », Juillet 2020
- Deloitte, « Liquidity risk management tools », Performance magazine n°29
- Deutsche Bundesbank, « Open-end real estate funds in Germany – genesis and crisis”, Discussion paper, February 2007
- EDHEC Risk Institute, « Real estate indexing and the EDHEC IEIF Commercial Property (France) Index», February 2009
- Erdogdu M. and Balseven H., « How effective is the Tobin tax in coping with financial volatility? », Anadolu University Journal of Social Sciences, January 1999
- European Central Bank, « Financial Stability Review », May 2020
- European Systemic Risk Board, « Recommendation on liquidity risks in investments funds », May 2020
- European Securities and Markets Authority, « Final report: guidelines on liquidity stress testing in UCITs and AIFs », 2019
- Fecht F. and Wedow M., « The dark and the bright side of liquidity risks: Evidence from open-end real estate funds in Germany », Journal of Financial Intermediation, 2014
- Financial Conduct Authority, « Liquidity management for investment firms: good practice », February 2016
- Financial Stability Board, « Policy recommendations to address structural vulnerabilities from asset management activities », January 2017
- Fisher J, Gatzlaff, Gelnert D. and Haurin D., « Controlling the impact of variable liquidity in commercial real estate price indices », Real Estate Economics, vol 31, pages 269-303, 2003

Hass L., Johanning L., Rudolph B. and Schweizer D., « Open-ended property funds: Risk and return profile – Diversification benefits and liquidity risks », *International Review of Financial Analysis*, nr 21, pages 90-107, November 2011

Hoesli M., « Investissement immobilier et diversification de portefeuille », *Economica*, 1993

IEIF, « Analyse de l'année 2019 des OPCI Grand Public », Mars 2020

IEIF, « Annuaire des OPCI 2019 », Novembre 2019

IEIF, « Stratégie d'allocation des OPCI Grand Public », Décembre 2018

IEIF, « Analyse de l'année 2019 des SCPI », Mars 2020

IEIF, « Annuaire des SCPI 2019 », Août 2019

IEIF, « Marché des parts et performances des SCPI en 2019 », Février 2020

International Organization of Securities Commissions, « Recommendations for liquidity risk management for collective investment schemes », February 2018

Marty G., « L'épargne assassinée », Plon, 1985

Marty G., « C'est l'épargne qui a raison, l'aventure des SCPI », *Economica*, 1992

McParland C., Adair A. and McGreal S., « Valuation standard - A comparison of four European countries », *Journal of Property Valuation and Investment*, 2002, volume 20, pages 127–141

Puzin F., « SCPI à capital variable : une meilleure liquidité qu'un investissement immobilier direct », *IEIF Réflexions Immobilières*, n° 84, 2ème trimestre 2018

PwC, « Distribution des fonds immobiliers aux investisseurs particuliers en Europe, Rapport ASPIM », Janvier 2018

Schoeffler P., « SCPI : présent et avenir du marché secondaire », *IEIF Réflexions Immobilières*, n° 56, 2ème trimestre 2011

Stein M., « The impact of liquidity on German open-ended funds' performance », *Institutional Pension Europe Real Estate*, March-April 2013