

VUE D'OUTRE-MANCHE, LA LIQUIDITÉ DES FONDS IMMOBILIERS GRAND PUBLIC EN QUESTION



par **John Forbes** Consultant indépendant¹

En Grande-Bretagne, les fonds immobiliers grand public ont souffert d'une grave crise de liquidité juste après le résultat du référendum de 2016 sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union européenne. Quel retour d'expérience en tirer pour les gestionnaires français ?

La structure de l'investissement de détail a été fondamentalement changée en Grande-Bretagne depuis la grande crise financière de 2008. La réglementation *Retail Distribution Review* (RDR), effective depuis le 1^{er} janvier 2013, a ainsi été à l'origine d'une refonte générale de la législation en matière de conseils et services financiers à destination des particuliers. Les changements introduits par la RDR associés aux évolutions technologiques ont accéléré le rythme d'exécution des transformations observé dans le secteur des fonds grand public.

L'EFFET BREXIT EN GRANDE-BRETAGNE...

Les intermédiaires peuvent désormais modifier les allocations en immobilier de l'ensemble des investisseurs en un clic. Ceci a pour effet d'augmenter significativement le risque de « ruée aux guichets » pour les fonds ouverts. On a ainsi observé une hausse importante de l'investissement *via* des portefeuilles modèles, et ce phénomène semble s'accélérer, comme a pu le constater l'un des intermédiaires les plus importants avec un doublement des fonds alloués à ce type de portefeuilles, qui sont passés de 600 millions à 1,2 milliard de livres en 2016.

Toutefois, cette croissance spécifique depuis la mise en place de la RDR accroît le risque de comportement grégaire. Bien qu'il existe un nombre important de modèles de portefeuilles, ils sont souvent élaborés à partir de composants similaires, ce qui peut provoquer des réactions de masse. Le nombre de conseillers indépendants en gestion de patrimoine s'est beaucoup réduit depuis la RDR, ce qui accroît également le risque de concentration. Cependant, il faut relever qu'en dépit de ces risques, après les résultats du référendum, la volatilité a été plutôt alimentée par un petit nombre de gestionnaires de fonds procédant à des remboursements.

Portefeuilles de référence *on line*. Les évolutions technologiques ont facilité la transformation de l'investissement grand public. Le développement de plateformes digitales d'investissement a contribué à la modernisation de la gestion des fonds. Les portefeuilles investis dans différents fonds peuvent ainsi être gérés sur ces plateformes. Le fait d'avoir développé une architecture permettant de gérer des portefeuilles modèles *on line* a constitué une avancée majeure.

► Le développement de cet outil, bien qu'ayant été initié avant la mise en place de la RDR, s'est réellement accéléré depuis lors, avec la croissance dans ce type d'investissement. Il est

1. Ancien *partner* chez PwC et spécialiste des fonds immobiliers. Il a conduit une étude indépendante en 2017 pour le compte de l'Association britannique des fonds immobiliers (AREF) sur le comportement des gestionnaires de fonds grand public après le résultat du référendum européen. L'AREF (Association of Real Estate Funds) est une association professionnelle, qui représente le secteur des fonds d'investissement immobiliers, notamment auprès des politiques, des régulateurs, des autorités fiscales et autres organisations officielles. L'ensemble des membres de l'AREF totalise un actif net de 60 milliards de livres sous gestion, qui sont tous benchmarkés selon l'indice trimestriel de référence AREF/IPD UK Quarterly Property Fund (QPFI).



désormais extrêmement simple pour un intermédiaire de :

- ▷ gérer le portefeuille directement depuis la plateforme ;
- ▷ déplacer quotidiennement des sommes investies d'un fonds à un autre ;
- ▷ modifier instantanément des allocations vers différentes classes d'actifs avec effet immédiat sur tous les comptes individuels rattachés à ces portefeuilles modélisés ;
- ▷ ajuster les investissements pour rééquilibrer les portefeuilles en fonction des variations de valorisation.

► Ceci a eu trois conséquences principales.

1. Les plateformes digitales sont devenues incontournables pour gérer les flux d'investissement dans les fonds ; par conséquent, les contraintes structurelles et opérationnelles liées à ces plateformes sont cruciales.
2. La capacité des intermédiaires à réallouer instantanément les capitaux investis d'un portefeuille à un autre peut accroître significativement la volatilité. Notons toutefois que, durant la crise de 2008, les investisseurs grand public avaient eu tendance à conserver leurs titres plutôt que de bouger immédiatement. La facilité d'échange procurée par la plateforme digitale, facteur de volatilité, a été peu utilisée en pratique.
3. L'engagement entre le gestionnaire de fonds immobilier et l'investisseur final a été fragilisé.

Gel des retraits contesté. Dans l'ensemble, après la crise de 2008 comme après le résultat du référendum de 2016, les gestionnaires qui ont dû faire face à des demandes de remboursement anticipé excédant leurs liquidités disponibles ont eu le choix entre :

- ajuster la valorisation des actifs en fonction des besoins pour procéder à des ventes rapides, mais à des prix sacrifiés ;
- ou suspendre les opérations de rachat.

En pratique, la plupart des fonds ont opté pour cette dernière solution. Cette option dont les fonds disposaient pourtant depuis toujours n'avait jamais été retenue, ce que les médias et les porteurs de parts n'ont pas vraiment compris... La ligne de conduite adoptée par les fonds s'est ainsi révélée controversée.

...UNE EXPÉRIENCE UTILE POUR LA FRANCE

L'expérience des fonds grand public au Royaume-Uni est intéressante pour le marché français. En effet, les SCPI continuent d'attirer des flux de capitaux à un niveau record : à fin décembre 2017, les flux nets s'élevaient à 6,3 milliards d'euros contre 5,6 milliards d'euros à fin 2016, pour une capitalisation totale de 50 milliards d'euros, un niveau jamais atteint. À l'exception de 2008, où la capitalisation n'avait pas évolué, les SCPI ont connu une croissance continue depuis vingt ans. Le modèle n'a encore jamais été mis à l'épreuve de sorties nettes : que se passerait-il si une telle pression devait s'exercer ?

Savoir anticiper. Les gestionnaires de SCPI en France ont toujours soutenu qu'il n'y avait pas d'inquiétude à avoir en cas de sortie nette car le prospectus mentionne clairement que les gestionnaires ont la possibilité de reporter le remboursement plutôt que de procéder à des ventes forcées. Les investisseurs doivent donc juste patienter avant de récupérer leur capital. Les investisseurs particuliers ont-ils vraiment compris ce mécanisme ? Cela ne semble pas si clair.

Un point essentiel à tirer de l'expérience britannique et qui devrait être considéré sérieusement par les sociétés de gestion françaises réside dans l'importance d'une bonne gouvernance et d'une totale transparence lorsque des situations potentiellement litigieuses arrivent, comme une crise de liquidité. En se basant sur l'expérience britannique, il apparaît qu'il vaut mieux anticiper ce genre de scénario quand tout va bien, pour mettre en place des procédures spécifiques, plutôt qu'en pleine crise.

Ainsi, en Grande-Bretagne, on voit apparaître de nouveaux types de fonds, plus liquides car combinant différents sous-jacents : de l'immobilier direct mais aussi d'autres classes d'actifs comme des parts dans des foncières cotées et des produits dérivés immobiliers. Cela pourrait être reproduit n'importe où, y compris en France.

Améliorer la gouvernance ? Le régulateur pourrait aussi y trouver un intérêt particulier : l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)¹ a récemment publié deux rapports :

- *Recommandations sur la gestion du risque de liquidité dans les fonds de placements collectifs*² ;

suite p. 40 ⇨

1. IOSCO en anglais, pour *International Organization of Securities Commissions*.

2. FR01/2018 Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes, *Report of the Board of IOSCO*, en téléchargement sur <https://www.iosco.org/>.



© Ulf Büschleb

Et outre-Rhin ?

Deux questions à Gero Gosslar, Directeur général, ZIA¹

Quelle est la situation actuelle des fonds ouverts et des fonds spéciaux en Allemagne ?

Les fonds immobiliers constituent des véhicules d'investissement importants, aussi bien pour des investisseurs institutionnels que pour des particuliers. Cela concerne les fonds ouverts, mais aussi les fonds d'investissement fermés². Grâce à la professionnalisation du secteur et à une meilleure transparence du marché, on a pu observer un changement significatif dans l'origine des capitaux : par le passé, ceux-ci provenaient essentiellement d'une clientèle de particuliers ; aujourd'hui, ils proviennent aussi d'investisseurs institutionnels.

Ceci s'observe particulièrement dans le segment des fonds fermés, où les investisseurs professionnels et semi-professionnels rassemblent l'essentiel des capitaux investis. Cela signifie que la popularité de l'investissement dans l'immobilier indirect par le biais de fonds de placements collectifs reste à un niveau élevé, même en période de taux d'intérêt bas. Le manque d'opportunités d'investissement à des niveaux suffisants de rentabilité fait des fonds spéciaux un support d'investissement attractif pour diversifier un portefeuille et générer un retour sur investissement satisfaisant.

Le challenge, aujourd'hui, pour les fonds spéciaux en immobilier est de trouver des actifs compatibles avec des espérances de rendement élevés, dans un contexte de forte valorisation. Les gestionnaires d'actifs doivent trouver un moyen d'identifier ce type d'actifs.

Quel sera l'environnement concurrentiel des fonds de placement immobiliers dédiés aux particuliers à un horizon de cinq à dix ans ?

Manifestement, l'application de la directive AIFM en Europe a provoqué une consolidation renforcée du marché. En Allemagne, seuls quelques *asset managers* ont décidé de rester sur ce marché. Se mettre en compatibilité avec les dispositions strictes de la directive est coûteux et s'accompagne d'une remise à plat des *process* administratifs et organisationnels. Pour autant, la réglementation commune a amélioré l'environnement concurrentiel. Ainsi, les fonds ouverts et les fonds fermés sont désormais soumis à la même réglementation.

Cependant, il reste un certain nombre de questions à aborder :

- ▶ en premier lieu, le manque de produits disponibles en Europe en utilisant le passeport AIFM. De plus, une plus grande convergence entre les organes de régulation nationale doit être assurée ;
- ▶ en second lieu, la nécessité d'une coopération renforcée entre les différentes autorités pour réduire les barrières à l'entrée et inciter les gestionnaires de fonds immobiliers à investir dans tous les marchés de l'Union européenne ;
- ▶ enfin, la question de l'impact de la digitalisation et de l'innovation sur les marchés, qui va notamment accentuer la compétition entre *asset managers* traditionnels et ceux disposant de plateformes digitales globales. Ce nouvel environnement va bousculer les *business models* qui devront s'adapter pour continuer à exister. ■

1. La ZIA (Zentraler Immobilien Ausschuss) est une organisation professionnelle spécifique au secteur immobilier, qui regroupe plus de 20 associations représentant 37 000 entreprises du secteur. La ZIA défend les intérêts du secteur sur l'ensemble de la chaîne de valeur et sur tous les produits immobiliers : aménageurs, promoteurs, investisseurs, conseils et commercialisateurs. Elle comprend des entreprises et des fédérations et agit au niveau national et européen en tant que membre de la BDI (Fédération industrielle allemande), <https://www.zia-deutschland.de>.

2. Ou *Closed-ended fund* (CEF) : un fonds de placement qui a pour spécificité de voir sa durée de vie connue dès l'émission et qui est, en règle générale, un fonds pour lequel les rachats sont impossibles durant sa durée de vie. C'est aussi un fonds dont le nombre de titres émis ne varie pas au fil du temps.

► *Gestion du risque et de la liquidité des fonds ouverts : bonnes pratiques et problématiques*¹.

Ces rapports comprennent notamment des recommandations spécifiques destinées aux régulateurs nationaux, concernant le provisionnement des fonds ouverts dédiés à des actifs illiquides. Les questions d'amélioration de la gouvernance de ces fonds, particulièrement en phase de constitution, sont également traitées.

Maîtriser le développement des plateformes ?

Pour aller plus loin, des changements dans le comportement des investisseurs particuliers pourraient bien s'accélérer. L'industrie immobilière s'est énormément concentrée sur les évolutions technologiques liées à la construction et à la gestion des bâtiments. La façon dont les *fintechs* vont faciliter et sécuriser les transactions est au cœur de l'attention. Ce qui n'a pas encore été résolu, c'est la vitesse à laquelle ces changements vont se diffuser dans le vaste secteur de la gestion d'actifs.

Les développements de plateformes digitalisées au Royaume-Uni ne sont qu'un point de départ. Sur la prochaine décennie, le défi le plus important à relever sera d'associer le développement rapide de plateformes d'investissements digitalisées et l'impact des changements démographiques sur la structure de l'épargne.

► Sur le plan démographique, cela nécessite des investissements plus importants sur le long terme, des actifs générant des revenus, une allocation accrue dans l'immobilier et les infrastructures qui bénéficient d'une prime d'illiquidité.

► Sur le plan technologique, il s'ensuivra une amélioration des capacités d'investissement des particuliers ainsi qu'une plus grande agilité à désinvestir et à réallouer son capital d'un clic, ce qui va générer plus de liquidité et de volatilité. ▲

1. FR02/2018 Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration, *Report of the Board of IOSCO*, en téléchargement sur <https://www.iosco.org/>.