

SYNTHESE

Les outils de gestion de la liquidité des SCPI à capital variable

Pierre Schoeffler, S&Partners

Introduction

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 investisseurs¹. 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.

¹ 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.

Par nature les fonds immobiliers 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 entre la liquidité du portefeuille (*portfolio liquidity*) sur une période donnée et la liquidité de l'investisseur (*investor liquidity*) sur la même période 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.

Depuis le début de l'année 2021 et dans le sillage de la crise économique liée à la pandémie du Covid-19, les régulateurs se sont penchés avec attention sur le risque de liquidité des fonds immobiliers ouverts dans un environnement qui pourrait être moins porteur pour le marché immobilier avec des signes d'une moindre activité dans la demande locative et la demande d'investissement accompagnée d'une possible remontée des taux d'intérêt². Dans cette configuration le désalignement des maturités de l'actif et du passif de ces fonds pourrait entraîner des problèmes de liquidité. Ils pointent spécifiquement du doigt les fonds à liquidité journalière ainsi que les pays ne disposant pas de réglementation adéquate sur les outils de gestion de liquidité. Les fonds immobiliers ouverts au public en France ne proposent pas de liquidité journalière et la réglementation française sur les outils de gestion de liquidité est reconnue ayant fait ses preuves jusqu'à présent.

Il est effectivement observé qu'en cas de crise économique et financière les volumes sur le marché immobilier sont d'abord impactés à la baisse, puis les prix dans un second temps. Mais la baisse des volumes en 2020 n'est pas due à une crise économique ou financière, elle est due à une crise sanitaire qui a nécessité la fermeture de l'économie. C'est très différent. Il reste que le confinement a provoqué une accélération de la digitalisation dans les modes et les usages de consommation et de travail, amplifiant les tendances déjà à l'œuvre du commerce électronique et du télétravail, qui va avoir un impact sur le marché immobilier.

Quant à une possible remontée des taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat, que ce soit par l'effet mécanique de l'arrêt des achats d'actifs par les banques centrales ou par anticipation d'une inflation plus élevée, elle est loin d'avoir le même effet sur l'immobilier que sur les obligations. D'abord parce que **la prime de risque sur l'immobilier, différence entre le taux de capitalisation et les taux d'intérêt réel des emprunts d'Etat, est à un plus haut historique.** Le marché immobilier n'a pas subi pleinement la contagion des taux d'intérêt négatifs, se réservant une marge de sécurité en cas de hausse des taux. Ensuite parce que **l'immobilier et un actif indexé sur l'inflation.** Enfin parce que **la relation entre le taux de capitalisation et le taux des emprunts d'Etat n'est pas linéaire.** Sur le marché phare des bureaux Prime Paris QCA, elle s'apparente à un profil de toboggan : en cas de hausse du taux des OAT 10 ans, tant que les taux d'intérêt restent en dessous de 2%, le taux de capitalisation ne progresse que de 40 points de base, pour des taux d'intérêt fluctuant entre 2 et 6%, le taux de capitalisation réagit plus fortement avec une progression de 70 points de base qui reste inférieure à un pour un, au-delà de 6% le taux de capitalisation ne réagit plus. Cela s'explique par la prime de risque relativement incompressible sur l'immobilier et par le fait que l'immobilier est un actif réel à la différence des emprunts d'Etat.

² ESMA, « EU Alternative Investment Funds Reports », April 2021 et ESRB, « EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor », August 2021

SCPI à capital variable

Les SCPI sont apparues dès 1964 et conçues comme des copropriétés d'épargnants. La SCPI est un véhicule fiscalement translucide. 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. 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 peuvent être considérés d'une certaine façon comme des fonds ouverts car le capital peut varier à tout moment en fonction des créations et des retraits de parts mais, à la différence des autres organismes de placement collectif, la liquidité n'est pas intrinsèque aux fonds.

Le rachat des parts de SCPI à capital variable par le fonds 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 à la procédure de gré à gré entre investisseurs, qui joue un rôle très marginal. Ce marché dit secondaire fonctionne avec une fréquence majoritairement trimestrielle, parfois semestrielle, sur la base d'une actualisation de la valorisation du patrimoine immobilier. Le prix de retrait est fixé par la société de gestion, il ne peut être supérieur au prix de souscription sur le marché primaire diminué de la commission de souscription, ce 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. Les ordres de vente qui n'ont pas pu être honorés par manque d'acheteur peuvent être honorés par un fonds de remboursement à la condition qu'il ait été mis en place. Le remboursement s'effectue alors 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 %. S'il est impossible de procéder à des retraits non compensés, les ordres de vente deviennent des parts en attente de cessions. Ces ordres de vente sont exécutés dans le fil de la collecte. Si les parts en attente de cession sur une période d'un an représentent au moins 10% de la capitalisation, la variabilité du capital peut être suspendue.

Au niveau de l'ensemble de l'univers des SCPI, le marché secondaire représente annuellement environ 2% de la capitalisation totale des fonds. C'est moins que le portefeuille immobilier des SCPI constitué essentiellement d'immobilier d'entreprise qui connaît un taux de rotation annuel de l'ordre de 10% : la liquidité du portefeuille est globalement très supérieure à la liquidité demandée par les investisseurs. C'est un gage de stabilité pour le marché des SCPI.

Outils de gestion de la liquidité à l'actif

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. Cette poche a néanmoins l'inconvénient de peser sur la performance, c'est un coût d'opportunité correspondant au coût d'assurance de la liquidité. Les 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.

Le recours à l'endettement permet d'augmenter la poche d'actifs liquides mais 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. Dans les SCPI le niveau

d'endettement est fixé statutairement. La stratégie d'endettement n'est pas dictée par la gestion de la liquidité mais par le souci d'investir en avance de collecte ou pour constituer un levier financier à long terme générateur de performance.

Les SCPI à capital variable ont la possibilité de créer et de doter un fonds de remboursement provenant de la cession d'actifs immobiliers ou de report à nouveau destiné à faciliter la liquidité des parts en cas de tension sur les retraits non compensés. La présence de report à nouveau destiné à lisser les distributions de dividendes sur les cycles immobiliers est assez générale. L'initiative de la création du fonds de remboursement, ainsi que la dotation de celui-ci, appartiennent à l'assemblée générale des associés. Les liquidités affectées au fonds de remboursement sont destinées au seul remboursement des associés. **Il serait opportun que la société de gestion puisse activer le fonds de remboursement rapidement de sa propre initiative sans qu'il soit nécessaire de recourir à une décision de l'assemblée générale.**

Une mesure complémentaire serait de faciliter la cession d'actifs immobiliers. Depuis la transposition de la Directive AIFM en 2013, la réglementation sur la gestion des SCPI est devenue plus souple mais elle pourrait encore être assouplie. En règle générale, la cession d'un actif immobilier n'est possible que si la SCPI est propriétaire de l'actif depuis au moins 5 ans. En outre, la valeur cumulée des immeubles cédés ne peut excéder au cours d'un exercice 15 % de la valeur vénale du patrimoine immobilier de la SCPI, cette limite pouvant être reportée sur les deux exercices suivants. Si certaines dérogations sont prévues à cette règle, **il serait opportun de lever toute contrainte réglementaire sur la cession d'actifs immobiliers en période de crise de liquidité** dans l'optique de permettre la sortie des investisseurs qui le désirent. En retour le patrimoine pourrait être valorisé plus fréquemment, par exemple d'un quart chaque trimestre, de façon à envoyer plus souvent des signaux de marché pertinents aux investisseurs.

La cession d'actifs 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. La cession d'actifs réduit également automatiquement la mutualisation du risque au sein du fonds. Même s'il existe une certaine hiérarchie de la liquidité présumée entre les différents segments immobiliers, la liquidité relative des actifs immobiliers 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 segments immobiliers dispose d'un portefeuille plus liquide comparativement à un fonds investi dans un seul pays et un seul segment, la facilité de liquidité offerte aux investisseurs dans les fonds immobiliers ouverts incite ainsi les sociétés de gestion à une discipline d'investissement qui favorise la diversification et contribue ainsi à la performance. C'est globalement le cas pour les SCPI à capital variable si l'on exclue les SCPI spécialisées sur un segment particulier.

Outils de gestion de la liquidité au passif

L'intensification de la collecte peut également être une réponse à la demande de rachats : de nouveaux investisseurs compensant les investisseurs sortants. Mais en faisant abstraction des efforts d'animation commerciale à déployer en pareilles circonstances, la société de gestion de SCPI à capital variable n'a pas réellement les moyens de peser sur ce paramètre sauf par le mécanisme de fixation du prix de souscription sur le marché primaire. Ce mécanisme de fixation permet à la société de gestion d'ajuster le prix de souscription des parts à plus ou moins 10% de la valeur de reconstitution : 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. Ce mécanisme d'ajustement de la valeur (*swing pricing*) permet de gérer la liquidité en reflétant l'impact de la liquidité sur les prix.

Dans le même esprit, il serait opportun de pouvoir utiliser la collecte passée pour assurer la compensation avec les souscriptions dans un mécanisme de rétro-compensation. En cas de tension sur les retraits non compensés, les sommes issues de la collecte passée qui n'ont pas été encore investies en actifs immobiliers et sont donc placées sur des supports liquides pourraient être utilisées pour compenser les demandes de retrait. Ce mécanisme devrait être encadré par souci de protection de l'ensemble des investisseurs.

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. Parmi les mécanismes applicables aux fonds ouverts français, certains ne sont pas facilement transposables aux SCPI à capital variable, ou sont difficilement concevables par les sociétés de gestion soucieuses de ne pas mettre de freins à la commercialisation des fonds.

Le mécanisme de plafonnement des rachats (*gates*) ainsi que le mécanisme du délai de préavis (*notice period*) sont en quelque sorte inhérents au fonctionnement des retraits compensés. Ils sont gérés par la mise en place du fonds de remboursement en cas de tension sur les retraits non compensés. Ce mécanisme permet d'étaler temporairement les demandes de rachats dans le temps et de gérer le risque de liquidité dans l'intérêt exclusif des associés. En effet, face à une situation de liquidité ne justifiant pas la suspension totale, il peut être davantage dans l'intérêt des associés et de l'intégrité des marchés d'échelonner temporairement les demandes de rachat.

Le mécanisme des rachats en nature (*redemption in kind*) n'est pas prévu réglementairement. Il semble de toute façon difficile de transférer aux associés la gestion directe des actifs immobiliers, qui plus est en période de turbulence sur les marchés.

Le mécanisme de cantonnement (*side pockets*) n'est pas prévu réglementairement. Il est en théorie 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, qui continuent de faire l'objet d'une gestion normale, de l'autre côté les actifs cantonnés rassemblant les actifs illiquides / sinistrés gérée dans une logique purement extinctive.

Le mécanisme de suspension à titre provisoire des souscriptions / rachats (*suspension of subscriptions / redemptions*) des SCPI à capital variable en revanche est prévue par la réglementation et appliquée avec la suspension de la variabilité du capital de la SCPI jusqu'à ce que les conditions de marché soient stabilisées. Il permet de préserver l'égalité des associés dans des conditions très difficiles, lorsque la réalisation ou la valorisation des actifs est 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. Les investisseurs qui le désirent ont alors la possibilité d'échanger leurs parts sur un marché secondaire avec une décote sur la valeur de réalisation tenant compte de l'incertitude sur cette valeur pendant la durée de fonctionnement du mécanisme.

L'initiative de la suspension de la variabilité du capital appartient à l'assemblée générale des associés lorsque les parts en attente de cession sur une période d'un an représentent au moins 10% de la capitalisation. Ces conditions contraignantes ne permettent le déclenchement des mesures de liquidité que très tardivement, lorsque les conditions de marché sont déjà très dégradées. **Il serait opportun que la société de gestion puisse activer le marché**

secondaire rapidement de sa propre initiative sans qu'il soit nécessaire de recourir à une décision de l'assemblée générale des associés et sans attendre que les parts en attente de cession représentent un pourcentage aussi élevé de 10 % de la capitalisation sur une période aussi longue de 12 mois.

Le marché secondaire pourrait être organisé sous la forme d'un système multilatéral de négociation (SMN) centralisé et commun à l'ensemble des sociétés de gestion. Un tel système de confrontation des ordres serait beaucoup plus efficace en termes de facilité d'appariements que l'organisation de marché éclatée entre les sociétés de gestion en vigueur et augmenterait la transparence de l'information sur les négociations. Il pourrait être mis en place pour améliorer l'organisation du marché des SCPI à capital fixe et, en cas de crise importante sur le marché immobilier, servirait de réceptacle aux SCPI à capital variable désirant fermer leur capital afin d'assurer la liquidité de leurs parts et éviter ainsi de déstructurer leur patrimoine à contretemps.

Outils de gestion de liquidité dans les fonds ouverts


