



Pendant longtemps, l'immobilier a semblé pouvoir réconcilier l'inconciliable : offrir à la fois sécurité patrimoniale et rendement élevé. Dans un environnement de taux durablement faibles, les investisseurs se sont progressivement habitués à obtenir des performances attractives sans avoir véritablement le sentiment de prendre des risques importants. Les placements immobiliers non cotés ont pleinement profité de cette période exceptionnelle.

Le principe de réalité a toutefois fini par s'imposer. Depuis 2022, la remontée brutale des taux d'intérêt, le ralentissement du marché immobilier et les difficultés du secteur de la promotion ont profondément fragilisé une partie de l'écosystème du private equity immobilier français. Derrière les promesses de rendement et les stratégies sophistiquées, les investisseurs redécouvrent aujourd'hui une réalité ancienne : l'immobilier demeure un actif cyclique, illiquide et fortement dépendant des conditions de financement.¹

¹ L'objet du présent édito concerne uniquement le private equity immobilier, par opposition aux véhicules de type SCPI et SCI accessibles en assurance-vie française (SCI et SCPI) ou en direct (SCPI) qui ont aussi subi le choc immobilier mais dans un contexte différent

SELECT PLACEMENTS – SARL au capital de 9.400 € immatriculée au RCS de Paris sous le n°432240182 - Immatriculé à l'Orias sous le n° 07005216
Conseiller en Investissement Financier enregistré CIF sous le numéro D013212, sous le contrôle de l'AMF, 17 Place de la Bourse 75002 Paris
Courtier en Assurance et en Réassurance sous le contrôle de l'ACPR 4 Place de Budapest 75009 Paris
Intermédiaire en Opérations de Banque et en Services de Paiement

Adhérent de la CNCF enregistré sous le n° D013212, association agréée par l'AMF 17 Place de la Bourse 75002 Paris
Carte de Transactions Immobilières, enregistrée sous le n°CPI75012018000033116

Assurance Responsabilité Civile Professionnelle et Garantie Financière n°33300 auprès de MARKEL Insurance SE immatriculée en Allemagne à Munich sous le n° 233618, ayant son siège social Sophienstrasse 26 – 80333 Munich, et soumise au contrôle du Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt am Main, exerçant en France par l'intermédiaire de sa succursale « Markel France » immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 852 780 576, et située au 93 Avenue Charles de Gaulle, 92200 Neuilly-sur-Seine

Une décennie portée par l'argent abondant

La période qui a suivi la Grande Crise Financière de 2008 a constitué un terrain particulièrement favorable pour les actifs immobiliers. Les banques centrales maintenaient des taux proches de zéro, les liquidités étaient abondantes et les établissements financiers acceptaient de financer une part très importante des opérations immobilières.

Dans ce contexte, l'effet de levier jouait pleinement son rôle. Tant que le coût de la dette restait inférieur au rendement de l'actif immobilier, l'endettement amplifiait mécaniquement les performances. La hausse régulière des prix de l'immobilier faisait le reste.

C'est dans cet environnement qu'une nouvelle génération de sociétés de gestion immobilières alternatives a connu une croissance rapide. Des stratégies autrefois réservées aux investisseurs institutionnels ont progressivement été accessibles à une clientèle patrimoniale plus large via les conseillers en gestion de patrimoine, l'assurance-vie luxembourgeoise ou des véhicules spécialisés.

Trois grands modèles se sont particulièrement développés.

Le premier reposait sur le private equity immobilier classique : acquisition d'actifs décotés, restructuration, transformation ou changement d'usage avec un horizon d'investissement de plusieurs années. Des acteurs comme Novaxia ou M Capital ont largement contribué à démocratiser ce modèle en France à partir du milieu des années 2010.

Le deuxième modèle s'appuyait sur des véhicules « evergreen » non cotés dont le fonctionnement pouvait rappeler celui des SCPI, mais avec davantage de souplesse et des ambitions de rendement plus élevées (par exemple Keys Sélection). L'objectif n'était plus seulement de distribuer des revenus, mais également de générer une revalorisation importante des actifs détenus.

Enfin, un troisième modèle consistait à financer les opérations immobilières sous forme de dette privée, principalement sur des opérations de promotion résidentielle (par exemple véhicules gérés par Horizon AM). Les fonds de dette privée promettaient alors des rendements annuels de 6 à 8 %, parfois davantage.

Le point commun à l'ensemble de ces stratégies était simple : pour délivrer des performances élevées dans un univers devenu extrêmement concurrentiel, il fallait accepter davantage de complexité. Immeubles vacants, restructurations urbaines, promotion immobilière, changements d'usage ou actifs atypiques faisaient désormais partie intégrante des stratégies d'investissement.

Pendant plusieurs années, la hausse généralisée du marché immobilier a largement soutenu ces modèles.

Le brutal changement de régime

Le cycle s'est toutefois inversé très rapidement au début des années 2020.

Le premier choc fut celui du Covid. L'immobilier d'entreprise a été profondément déstabilisé par le développement massif du télétravail. Certains commerces ont également subi durablement les conséquences des fermetures administratives et de l'évolution des habitudes de consommation.

Le second choc fut celui des taux d'intérêt. Après des années d'argent quasi gratuit, l'inflation provoquée par les déséquilibres post-Covid, les tensions logistiques mondiales et la guerre en Ukraine a contraint les banques centrales à relever brutalement leurs taux directeurs.

Le modèle économique d'une partie de l'immobilier non coté s'est alors retrouvé profondément remis en cause. Lorsque les taux sans risque passent brutalement de 0 % à près de 4 %, une grande partie des actifs acquis durant les années d'argent abondant cesse mécaniquement d'avoir du sens économique aux valorisations précédentes.

La crise a également touché l'immobilier résidentiel. Les conditions de financement se sont durcies, la demande s'est contractée et les promoteurs ont subi simultanément la hausse des coûts de construction et la baisse des volumes de vente.

À ces difficultés se sont ajoutées des contraintes réglementaires de plus en plus lourdes : réglementation environnementale, hausse de la fiscalité immobilière, restrictions sur certaines locations, fin progressive de dispositifs fiscaux ou encore rénovation énergétique du parc ancien.

L'ensemble du secteur immobilier est progressivement entré dans une phase de blocage.

Quand l'effet de levier se retourne

Les conséquences ont été particulièrement sévères pour les véhicules de private equity immobilier.

L'effet de levier, qui avait fortement amplifié les performances durant les années haussières, s'est retourné contre les investisseurs lorsque les valorisations ont commencé à baisser. La dette bancaire devant être remboursée en priorité, une correction importante de la valeur des actifs peut réduire très fortement la part résiduelle revenant aux souscripteurs.

Certains fonds immobiliers ont ainsi enregistré des pertes importantes tandis que d'autres ont vu leurs perspectives de liquidité fortement se dégrader.

Les fonds de dette privée immobilière ont également été touchés. Beaucoup intervenaient indirectement sur des opérations de promotion déjà fragilisées par le

ralentissement du marché résidentiel. Lorsque les marges des promoteurs disparaissent, les financements subordonnés deviennent eux-mêmes beaucoup plus risqués.

Tous les acteurs n'ont toutefois pas été affectés avec la même intensité. Certains véhicules ont montré une meilleure résilience grâce à une approche plus sélective des opérations financées, une diversification géographique plus large et une gestion prudente du risque. Le fonds Entrepreneurs & Immobilier, positionné sur le financement obligataire immobilier européen, a ainsi réussi à délivrer le rendement annoncé malgré un environnement devenu particulièrement difficile pour l'ensemble du secteur. Cette divergence de trajectoire rappelle que, même dans un contexte de crise systémique, la qualité de sélection des opérations, la diversification et la discipline d'investissement demeurent des éléments déterminants.

Autre conséquence majeure : l'allongement des durées d'investissement. Les sociétés de gestion qui prévoient des sorties relativement rapides se retrouvent aujourd'hui contraintes de conserver leurs actifs plus longtemps dans l'attente d'un environnement de marché plus favorable.

Une crise qui dépasse largement les seuls acteurs français

La défiance des investisseurs à l'égard du private equity immobilier s'est fortement accrue ces dernières années. Plusieurs sociétés de gestion françaises ont fait l'objet de critiques ou de sanctions portant principalement sur des problématiques de gouvernance, de conformité ou d'organisation opérationnelle.

Ces difficultés ont naturellement contribué à fragiliser la confiance du marché. Il serait toutefois réducteur d'expliquer la crise actuelle uniquement par des insuffisances individuelles ou par la qualité des équipes de gestion.

Le choc subi par l'ensemble de l'immobilier mondial depuis 2022 a été d'une ampleur exceptionnelle. En l'espace de quelques trimestres, les marchés sont passés d'un environnement de taux quasi nuls à un régime monétaire redevenu restrictif. Cette rupture a profondément remis en cause les modèles économiques construits durant plus de dix années d'argent abondant et peu coûteux.

Même des acteurs internationaux majeurs ont été affectés. Blackstone, référence mondiale du private equity immobilier, a par exemple dû limiter temporairement les retraits sur certains véhicules non cotés face à l'afflux des demandes de liquidité.

La crise actuelle rappelle surtout une caractéristique fondamentale de l'immobilier non coté : il s'agit d'un actif cyclique, peu liquide et fortement dépendant du crédit. Lorsque le financement se raréfie, que les transactions ralentissent et que les valorisations baissent simultanément, l'ajustement peut devenir particulièrement brutal, notamment pour les stratégies les plus exposées à l'effet de levier.

Elle rappelle également que les horizons de temps immobiliers sont souvent beaucoup plus longs que ceux anticipés lors des phases d'euphorie. Une opération

immobilière complexe peut nécessiter plusieurs années supplémentaires avant d'être valorisée dans de bonnes conditions de marché.

L'histoire est donc probablement loin d'être terminée. Beaucoup de fonds évoqués restent aujourd'hui en phase de gestion active ou de restructuration, et les conditions de sortie dépendront largement de l'évolution future des taux d'intérêt, du marché du crédit et de la reprise progressive des transactions immobilières.

Le retour à une approche plus sélective

Cette période ne signifie pas pour autant la disparition de l'immobilier non coté comme classe d'actifs. L'immobilier conserve des qualités patrimoniales importantes et continuera naturellement à occuper une place dans les allocations de long terme.

La crise actuelle rappelle en revanche qu'au-delà des mécanismes financiers et des objectifs de rendement, la qualité des actifs, la prudence du financement, la maîtrise opérationnelle et la capacité à traverser les cycles restent déterminantes.

Après plus d'une décennie d'argent abondant, le marché semble surtout revenir à une forme de normalité financière où la sélectivité, la patience et la gestion du risque redeviennent centrales.

Demander un échange

L'immobilier non coté reste une classe d'actifs incontournable pour de nombreux investisseurs patrimoniaux. Encore faut-il comprendre les risques spécifiques de chaque stratégie, la qualité des actifs financés et la capacité des équipes de gestion à traverser les cycles de marché.

Vous souhaitez faire le point sur vos investissements immobiliers ou étudier de nouvelles opportunités ?

Prenez rendez-vous avec un conseiller Maubourg Patrimoine pour bénéficier d'une analyse personnalisée de votre situation.

**Demander un
échange**