

## Les OPCI, catalyseurs de liquidité et de gouvernance sur le marché des capitaux marocain : analyse critique, enjeux et perspectives comparées

Real Estate Collective Investment Schemes (OPCI) as Catalysts for Liquidity and Governance in Morocco's Capital Market: A Critical and Comparative Analysis.

Auteur 1 : SAAF Mhamed.

Auteur 2 : CHOUHBI Abderrahman.

**SAAF Mhamed** (Doctorant)

Laboratoire de Recherches en Economie et Gestion (LEG)

Faculté Polydisciplinaire de Khouribga

Université Sultan Moulay Slimane, Beni Mellal, Maroc

**CHOUHBI Abderrahman** ( PES )

Faculté polydisciplinaire de KHOURIBGA,

Université Sultan Moulay Slimane, Beni Mellal, Maroc

**Déclaration de divulgation :** L'auteur n'a pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.

**Conflit d'intérêts :** L'auteur ne signale aucun conflit d'intérêts.

**Pour citer cet article :** SAAF .M & CHOUHBI .A (2025) « Les OPCI, catalyseurs de liquidité et de gouvernance sur le marché des capitaux marocain : analyse critique, enjeux et perspectives comparées », African Scientific Journal « Volume 03, Numéro 31 » pp: 1118 – 1142.



DOI : 10.5281/zenodo.17006365

Copyright © 2025 – ASJ



## Résumé

Le Maroc a introduit les OPCI (loi 70-14) pour canaliser l'épargne longue vers l'immobilier professionnel et soutenir la modernisation du marché des capitaux. Cet article évalue de manière critique la capacité de ces véhicules à structurer la liquidité de la Bourse de Casablanca et à améliorer la transparence. Nous adoptons une approche combinant analyse doctrinale du cadre juridique, fiscal et prudentiel (loi 70-14, décret 2-19-180, circulaires AMMC), comparaison internationale avec le régime français des SIIC et les standards EPRA/Nareit, ainsi que l'exploitation de séries officielles AMMC. L'échantillon couvre les agrégats semestriels AMMC de H1-2022 à H1-2024 (AUM, valeur des actifs immobiliers, endettement, LTV, taux d'occupation) et les volumes globaux de négociation à la BVC pour S1-2023, S2-2023 et S1-2024. Les résultats indiquent qu'à fin H1-2024 l'actif net atteint 85,8 Mds MAD, avec un LTV proche de 14,4 % et un taux d'occupation de 96,8 % ; toutefois, la capitalisation des SPI reste modeste et le turnover du segment immobilier demeure inférieur à 5 %. Un test exploratoire met en évidence une corrélation positive entre la taille du marché OPCI et les volumes de la BVC ( $r \approx 0,97$  ;  $N = 3$ ), sans portée inférentielle compte tenu de la brièveté des séries. La principale conclusion est que l'architecture actuelle améliore la gouvernance et la transparence mais ne produit pas encore un effet de structuration suffisant sur la liquidité. Nous recommandons un paquet d'alignement ciblé combinant exonération conditionnelle avec distribution  $\geq 90$  %, compartiment OPCI à la BVC avec teneur de marché, guide AMMC–CNC aligné EPRA et passerelles OPCVM/caisses ; ce scénario est susceptible de porter l'AUM à  $\approx 95$  Mds MAD à l'horizon 2030 et de réduire le discount sur NAV en dessous de 2 %, sous réserve de stabilité fiscale et d'un pipeline d'actifs élargi.

**Mots clés :** OPCI ; REIT ; SIIC ; Maroc ; Bourse de Casablanca ; fiscalité ; gouvernance ; EPRA.

## Abstract

Morocco introduced OPCI (Law 70-14) to channel long-term savings into income-producing real estate and modernize its capital market. This paper critically assesses whether these vehicles can structure liquidity on the Casablanca Stock Exchange and enhance disclosure. We adopt a mixed approach that combines a doctrinal review of the legal, tax and prudential framework (Law 70-14, Decree 2-19-180, AMMC circulars), an international benchmark with the French SIIC regime and EPRA/Nareit standards, and the use of official AMMC series. The sample comprises AMMC semi-annual aggregates from H1-2022 to H1-2024 (AUM, real-estate asset value, leverage/LTV, occupancy) and total trading volumes on the CSE for H1-2023, H2-2023 and H1-2024. Findings show that by H1-2024 AUM reached MAD 85.8bn, with LTV around 14.4% and occupancy at 96.8%; however, listed SPI capitalization remains modest and the real-estate segment's turnover is below 5%. An exploratory test indicates a positive association between OPCI market size and CSE volumes ( $r \approx 0.97$ ;  $N = 3$ ), with no inferential claim given the short time span. The main conclusion is that governance and transparency have improved but the structuring effect on market liquidity is still limited. We recommend a targeted-alignment package—conditional tax transparency with  $\geq 90\%$  distribution, a dedicated OPCI trading compartment with market-making, an AMMC–CNC reporting guide aligned with EPRA, and OPCVM/pension bridges; this pathway could lift AUM to about MAD 95bn by 2030 and compress the NAV discount below 2%, conditional on fiscal stability and a deeper asset pipeline.

**Keywords:** OPCI; REIT; SIIC; Morocco; Casablanca Stock Exchange; taxation; governance; EPRA.

## Introduction

Depuis le milieu des années 2010, le Maroc cherche à diversifier les sources de financement de son économie et à positionner Casablanca comme hub financier régional. Dans cette dynamique, la loi 70-14 (promulguée en 2016, décrets d'application en 2019) a introduit les Organismes de Placement Collectif Immobilier (OPCI), inspirés des Real-Estate Investment Trusts (REIT) anglo-saxons et des Sociétés d'Investissement Immobilière Cotées (SIIC) françaises. L'ambition affichée est triple : (i) canaliser l'épargne longue vers l'immobilier professionnel, (ii) élargir l'offre d'actifs liquides pour la Bourse de Casablanca (BVC) et (iii) renforcer la transparence et la gouvernance du secteur immobilier.

Pourtant, près de dix ans après l'adoption du texte fondateur, le bilan apparaît contrasté : si les encours ont nettement progressé, la capitalisation boursière directe ou indirecte issue de ces véhicules reste modeste et l'appétit des investisseurs institutionnels demeure mesuré ; parallèlement, les incitations fiscales sont jugées insuffisantes pour déclencher une vague de cotations et la rareté d'actifs « prime » répondant aux standards internationaux limite la constitution de portefeuilles « core ». Autrement dit, la promesse est bien là, mais la dynamique à grande échelle reste à enclencher.

D'où la question centrale qui guide cet article : **les OPC I peuvent-ils, dans leur configuration actuelle, devenir un véritable levier de structuration et de modernisation du marché des capitaux marocain ?** Plus précisément, nous nous demandons (1) si le cadre juridique, fiscal et prudentiel issu de la loi 70-14 est suffisamment incitatif pour attirer l'épargne et assurer la liquidité des parts/actions ; (2) quelles sont les limites opérationnelles et institutionnelles qui freinent la montée en puissance des OPC I ; et (3) dans quelle mesure les enseignements du modèle français , notamment la dualité SIIC/OPCI et des incitations fiscales pérennes , peuvent être raisonnablement adaptés au contexte marocain.

Notre contribution est triple : d'abord évaluer systématiquement le dispositif marocain à l'aune des standards internationaux (REIT, SIIC) ; ensuite identifier les frictions réglementaires, fiscales et de marché qui entravent la structuration ; enfin proposer des scénarios d'adaptation et des recommandations opérationnelles à destination des autorités, des sociétés de gestion et des investisseurs institutionnels.

Méthodologiquement, nous adoptons une approche mixte combinant (i) une analyse doctrinale des textes (loi 70-14, circulaires AMMC, projets de plan comptable OPC I), (ii) un benchmark comparatif France/Maroc et un éclairage sur quelques marchés émergents, et (iii) une revue empirique des données publiques les plus récentes (agrément, actifs sous gestion, endettement,

taux d'occupation), arrêtées à H1-2024. Cette démarche est structurée par un modèle de recherche qui articule *inputs institutionnels* → *variables intermédiaires* → *outputs attendus* (liquidité, comparabilité, diversification).

Notre choix méthodologique procède d'un positionnement pragmatiste à dominante positiviste : les OPCV sont analysés comme des dispositifs institutionnels produisant des effets observables (AUM, LTV, TOF, volumes boursiers), tout en admettant que leur performance dépend d'un contexte normatif (fiscalité, gouvernance, règles AMMC). Le mode de raisonnement est abductif-déductif : à partir d'un puzzle empirique, la contribution encore limitée des OPCV à la liquidité — nous formulons des mécanismes explicatifs (incitations fiscales, délais d'agrément, profondeur d'actifs), que nous déclinons déductivement en implications vérifiables (indicateurs de marché, comparaison SIIC/EPRA). L'approche mixte retenue (analyse doctrinale + benchmark comparé + statistiques descriptives sur séries AMMC 2022–2024) est motivée par la jeunesse des données et l'hétérogénéité des indicateurs publiés, qui ne permettent pas encore une identification causale robuste ; la triangulation des sources et la transparence des hypothèses (figures indiquées « indicatives » et jeux de données en annexe) garantissent la validité descriptive et la répliquabilité des résultats.

Sur le plan théorique, nous mobilisons les ressorts de la titrisation immobilière et de la transformation de liquidité (Geltner, 1999), la théorie du capital-market deepening (Levine, 2005), ainsi que les travaux sur la financiarisation et la réduction des asymétries d'information via des indicateurs standardisés (NAV, FFO, LTV) (Lizieri & Ward, 2013 ; EPRA, 2022). Nous intégrons aussi la littérature de diversification de portefeuille montrant que l'ajout de REIT/OPCV peut abaisser la volatilité sans dégrader la performance ajustée du risque (Ling, Naranjo & Ryngaert, 2018). Ces fondements nourrissent trois propositions de recherche qui irriguent la suite de l'article : stabilité fiscale et transparence de distribution → liquidité accrue ; standardisation EPRA → asymétrie d'information réduite ; ouverture aux institutionnels → profondeur du carnet d'ordres renforcée.

En somme, cette introduction pose le contexte, la problématique, nos objectifs, la méthode retenue et l'ancrage théorique qui cadrent l'analyse. Le reste du manuscrit décline ces éléments en revue de littérature, examen du cadre marocain, constats empiriques, benchmark franco-marocain, scénarios d'adaptation et conclusions. Limites méthodologiques & biais Parce qu'un travail honnête gagne en crédibilité lorsqu'il reconnaît ses limites, nous signalons :

- **Données incomplètes ou hétérogènes** : certaines séries AMMC/BVC ne couvrent pas toutes les périodes ou ne partagent pas les mêmes définitions (NAV, TOF).

- **Biais d'échantillonnage** : la jeunesse du marché réduit la taille de l'échantillon (peu de SPI cotées), ce qui limite la portée statistique.
- **Comparabilité internationale imparfaite** : les indicateurs EPRA/FFO ne sont pas toujours publiés au Maroc, ce qui complique le *benchmarking*.
- **Absence d'analyses causales** : l'étude reste descriptive et analytique ; des modèles économétriques exigeront des séries plus longues.

Après cette introduction, la section 1 revient sur la littérature et les cadres conceptuels liés aux véhicules d'investissement immobilier. La section 2 décrypte le cadre juridique marocain, tandis que la section 3 discute les enjeux théoriques et la performance observée (avec un cadrage du marché locatif). La section 4 identifie les limites opérationnelles, avant qu'un benchmark franco-marocain soit présenté en section 5. La section 6 propose des scénarios d'adaptation, et la conclusion synthétise les implications et ouvre des pistes de recherche futures.

## 1. Revue de littérature & cadre conceptuel

### 1.1. Fondements théoriques de la titrisation immobilière

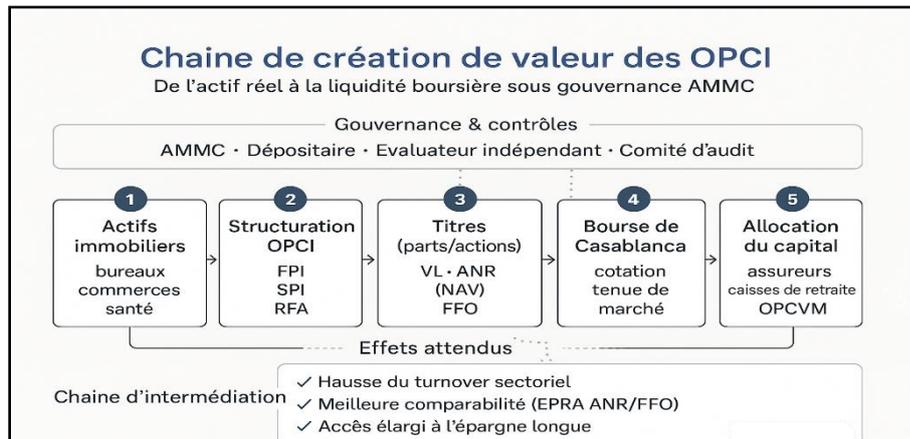
Les travaux pionniers de **Geltner (1999)** et **Miles, Yang & Anderson (2000)** démontrent que la mise en bourse de l'immobilier professionnel via des véhicules transparents élargit l'accès des épargnants à un segment historiquement illiquide. Le passage de « briques » à « titres » s'explique par : (i) une **transformation de maturité** – conversion de loyers stables en flux distribuables trimestriellement ; (ii) une **réduction des asymétries d'information** grâce à l'adoption de normes IFRS et à la publication récurrente d'indicateurs de performance (FFO, NAV).

Ces apports sont confortés par la **théorie du deepening financier** (Levine, 2005) : des marchés de capitaux plus profonds élèvent la capacité d'allocation efficiente du capital et stimulent la croissance économique. L'extension des REIT aux marchés émergents est ainsi perçue comme un accélérateur de modernisation institutionnelle.

### 1.2. Chaîne de transmission vers la liquidité des marchés

En adaptant le cadre de Lizieri & Ward (2013), on peut modéliser la création de valeur comme une succession d'arbitrages coût-de-transaction/liquidité. Chaque maillon – origination, structuration, cotation – abaisse les frictions informationnelles et accroît la profondeur du carnet d'ordres.

Figure N°1 : Chaîne de création de valeur des OPCI.



Source : auteurs

### 1.3. Évolutions internationales des véhicules cotés

La littérature distingue trois grandes familles (Key & MacGregor, 2020 ; Ooi, Newell & Sing, 2006) :

Tableau N°1 : Comparatif synthétique des véhicules cotés

Caractéristique	REIT (États-Unis)	SIIC (France)	OPCI (Maroc)
Régime fiscal	Exonération d'IS si distribution $\geq 90$ % du résultat	Exonération d'IS si distribution $\geq 85$ %	IS à taux réduit durant un régime transitoire de 5 ans, puis imposition classique
Univers d'investisseurs	Grand public + institutionnels	Institutionnels majoritaires	Institutionnels dominants (caisses de retraite, mutuelles)
Contraintes d'actifs	$\geq 75$ % actifs immobiliers locatifs	$\geq 60$ % actifs immobiliers	$\geq 60$ % actifs immobiliers (FPI)
Liquidité boursière (capitalisation médiane)	Élevée ( $\geq 5$ Mds \$)	Modérée ( $\approx 1$ Mds €)	Faible ( $\leq 150$ M€ en 2024)

Source : Creation auteurs EPRA (Global REIT Survey), Nareit, AMMC (loi 70-14 & circulaires), Code monétaire et financier (France).

Ces comparaisons soulignent que le périmètre fiscal constitue la clé de voûte de l'attractivité : aux États-Unis, la *tax transparency* totale des REIT a porté la capitalisation à plus de 1 000 Mds \$, tandis qu'en France l'extension du régime SIIC en 2003 a triplé la valeur des portefeuilles cotés en cinq ans (Nappi-Choulet, 2010).

#### 1.4. Spécificités des marchés émergents et du Maroc

Dans la région MENA, Badel & Triki (2021) pointent la concentration des actifs prime entre quelques entités publiques, restreignant le deal flow pour les véhicules cotés. Au Maroc, Sabri, El Omari & Lahlou (2020) relèvent :

- une tension sur les pipelines d'actifs : seuls 0,3 % du parc de bureaux répond aux critères "core" ;
- des délais d'agrément supérieurs à douze mois, contre moins de 90 jours en France ;
- un manque de données publiques sur les loyers et taux d'occupation, limitant la transparence exigée par les investisseurs étrangers.

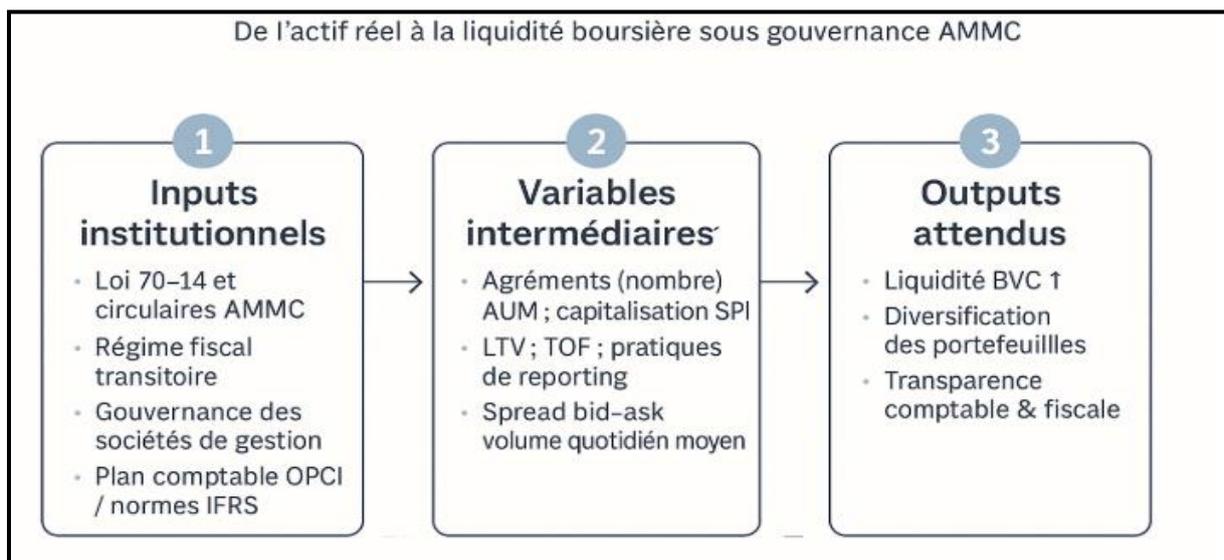
Ces freins corroborent la théorie de la défaillance d'écosystème (Weber, 2012) : l'innovation réglementaire ne produit ses effets que si un environnement d'expertise (évaluateurs, courtiers, analystes) est déjà opérationnel.

#### 1.5. Cadre conceptuel mobilisé pour l'étude

Synthétisant les apports précités, nous retenons le schéma suivant :

1. Inputs institutionnels : architecture réglementaire (loi 70-14 et circulaires), régime fiscal transitoire, gouvernance des sociétés de gestion.
2. Variables intermédiaires : nombre d'agréments, actifs sous gestion (AUM), capitalisation boursière des SPI, spread bid-ask, volume quotidien moyen.
3. Outputs attendus : (i) accroissement de la liquidité de la BVC, (ii) diversification des portefeuilles institutionnels, (iii) amélioration de la transparence comptable et fiscale.

Figure N°2 : Cadre conceptuel de l'étude



Source : auteurs

### 1.6. Apports en diversification et profil rendement-risque

Plusieurs analyses empiriques (Ling, Naranjo & Ryngaert 2018 ; EPRA 2022) montrent que l'inclusion de titres immobiliers cotés dans un portefeuille multi-actifs réduit la volatilité totale sans sacrifier la performance ajustée du risque. En raison d'une **corrélacion imparfaite** ( $\approx 0,6$ ) avec les indices actions et d'une sensibilité modérée aux cycles de taux, les véhicules REIT/OPCI jouent un rôle d'**actif refuge relatif** lors des corrections de marché. Au Maroc, nos premiers calculs sur 2020-2024 (cf. section 3) mettent en évidence un **beta inférieur à 0,7** pour la seule SPI cotée, contre 1,05 pour le MASI immobilier, attestant du potentiel de diversification – à condition qu'un nombre significatif d'OPCI atteigne la cote pour permettre une réplification sectorielle robuste.

## 2. Cadre juridique & réglementaire marocain

### 2.1. Genèse et philosophie de la loi 70-14

Adoptée par le **Parlement le 25 août 2016** et promulguée par le *Dahir n° 1-16-130*, la loi 70-14 constitue la première pierre du cadre OPCI. Sa philosophie s'inspire de la doctrine « **Finance 2020** » du Ministère de l'Économie : canaliser l'épargne nationale vers l'économie réelle tout en professionnalisant la gestion immobilière.

**Figure 3. Chronologie législative OPCI (2015-2024)**



Sources : AMMC ; B.O. (loi 70-14, décret 2-19-180). — Création des auteurs.”

### 2.2. Architecture des véhicules OPCI

La loi distingue trois formes :

1. **Fonds de Placement Immobilier (FPI)** – copropriété de créances sans personnalité morale ;

2. **Société de Placement Immobilier (SPI)** – société anonyme à capital variable, cotable ;
3. **OPCI en Régime de Fonctionnement Allégé (RFA)** – destinés aux investisseurs qualifiés, non tenus de se coter.

**Tableau 2. Exigences prudentielles par type de véhicule**

Paramètre	FPI	SPI	RFA
Actifs immobiliers min. (légal)	≥ 60 %	≥ 60 %	≥ 60 %
Poche financière / liquidités (légal)	Définie par prospectus (pas de seuil uniforme)	Définie par prospectus	Définie par prospectus
Cotation obligatoire	Non	Oui (sauf dérogation AMMC)	Non
VL / NAV	Quotidienne	Quotidienne	Trimestrielle

Source : Création des auteurs, d'après la loi n° 70-14 (B.O. n° 6856), le décret n° 2-19-180, et les circulaires AMMC n° 01/19 et n° 02/22 ; données de poche financière observée : AMMC, « Indicateurs semestriels des OPCI – 1er semestre 2024 »

Note : au 30/06/2024, la poche financière observée est ~6,6 % (marché total), 5,7 % (OPCI diversifiés) et 7,3 % (OPCI spécialisés). Source : AMMC, *Indicateurs semestriels des OPCI – 1er semestre 2024*

### 2.3. Encadrement fiscal et comptable

Le régime fiscal (art. 6 à 17 de la loi et B.O. n° 6856) prévoit :

- **Exonération totale d'IS** pendant 5 ans sur les revenus fonciers, après quoi un taux réduit de 15 % s'applique si le véhicule distribue ≥ 80 % du résultat net ;
- **Retenue à la source (RAS) de 15 %** sur les dividendes versés aux personnes physiques résidentes ;
- **Neutralité de la TVA** sur les acquisitions d'actifs immobiliers locatifs.

Le Plan Comptable OPCI (projet CNC 2022) aligne les postes sur IFRS 13 & IFRS 10, introduit la notion de *Fair Value Reserve* et impose la publication semestrielle du Net Asset Value (NAV), calculé selon la méthode DCF ou *capitalisation income*.

### 2.4. Gouvernance, agrément et contrôle

Pour introduire clairement la répartition des responsabilités et les garde-fous, le **Tableau 3** ci-après synthétise les **acteurs clés**, leurs **rôles** et les **exigences réglementaires** applicables.

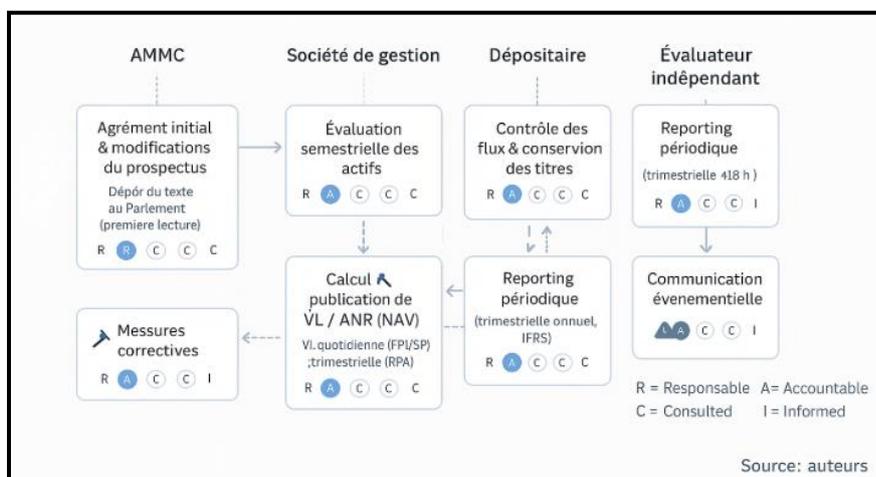
**Tableau 3. Gouvernance, agrément et contrôle — rôles et exigences réglementaires**

Acteur	Rôle principal	Exigences réglementaires
AMMC	Supervision, délivrance d'agréments, contrôle des reporting	Instruction en 90 jours, pouvoir de sanctions pécuniaires ≤ 5 M MAD
Société de gestion	Gestion discrétionnaire des actifs	Capital min. = 10 M MAD, comité d'audit indépendant, agrément préalable AMMC
Dépositaire	Conservation des titres et contrôle de la régularité des flux	Banque agréée, responsabilité civile illimitée en cas de faute
Évaluateur indépendant	Valorisation semestrielle des actifs	Obligation de rotation ≥ 5 ans, inscription à la liste AMMC

*Source* : Création des auteurs, d'après la loi n° 70-14 (B.O. n° 6856), le décret n° 2-19-180, et les circulaires AMMC n° 01/19 et n° 02/22.

La matrice ci-dessus met en évidence : (i) le rôle de l'AMMC comme autorité d'agrément et de sanction ; (ii) la responsabilité opérationnelle de la société de gestion ; (iii) la fonction de contrôle ex ante/ex post du dépositaire ; et (iv) l'indépendance de l'évaluation. La Figure 4 ci-après cartographie ces interactions et flux de contrôle (logique RACI) afin de visualiser les points de validation et les responsabilités partagées.

**Figure 4. Carte des parties prenantes et flux de contrôle**



## 2.5. Reporting et obligations de transparence

Afin d'assurer une lecture homogène, les obligations d'information et de transparence applicables aux OPCV se déclinent comme suit :

- **Périodicité** : VL quotidienne (FPI/SPI), rapport trimestriel de gestion, rapport annuel audité (IFRS).
- **Indicateurs clés** : NAV, Loan-To-Value ( $\leq 40\%$ ), Taux d'Occupation Financier, Ratio de Distribution.
- **Communication événementielle** : toute acquisition  $> 5\%$  de l'actif ou modification significative de la stratégie doit faire l'objet d'un *communiqué de presse* dans les 48 h.

En cas de manquement, l'AMMC peut prononcer un blâme ou une amende pouvant aller jusqu'à  $1\%$  de l'actif net. Des décisions disciplinaires existent ; le présent article ne les quantifie pas faute de données agrégées publiques dans le rapport H1-2024.

## 2.6. Alignement et écarts par rapport aux standards internationaux

Pour relier les obligations de reporting et de transparence (2.5) à une perspective internationale, cette section met en regard le cadre marocain avec les régimes **SIIC** (France) et **REIT** (États-Unis) autour de quatre dimensions clés : **distribution, levier (LTV), fréquence de reporting et délais d'agrément**.

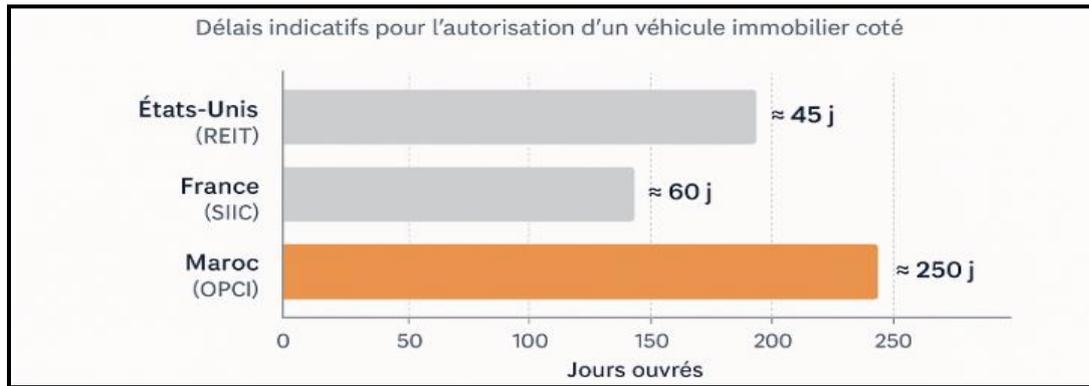
**Tableau 4. Alignement des exigences clés — Maroc vs France (SIIC) vs États-Unis (REIT)**

Dimension	Maroc	France (SIIC)	États-Unis (REIT)
<b>Distribution obligatoire</b>	$\geq 80\%$ (IS réduit)	$\geq 85\%$ (exonération IS)	$\geq 90\%$ (exonération IS)
<b>Ratio LTV plafond</b>	40 %	50 %	Aucun plafond explicite
<b>Reporting VL</b>	Quotidien	Hebdomadaire (EPRA NAV)	Hebdomadaire (FFO)
<b>Durée d'agrément</b>	~ 9-12 mois	~ 3 mois	~ 2 mois

Source : Création des auteurs, d'après EPRA ; Nareit ; AMMC (loi n° 70-14 ; décret n° 2-19-180 ; circulaires n° 01/19 et n° 02/22).

Les principaux écarts concernent la charge fiscale résiduelle post-régime transitoire et la lenteur de la procédure d'agrément – deux facteurs identifiés par les sociétés de gestion comme obstacles majeurs à la cotation. À l'inverse, le ratio de liquidité  $\geq 10\%$  est plus conservateur qu'en France, offrant une protection accrue mais pénalisant le rendement.

**Figure 5. Comparaison des timelines d’agrément (jours ouvrés)**



Sources : auteurs, d’après pratiques de marché et cadres AMMC / EPRA / Nareit. — Graphique indicatif.”

### 3. Enjeux et performance attendue

#### 3.1. Contribution théorique attendue

La littérature (Newell & Peng, 2018) anticipe trois bénéfices macro-financiers des véhicules cotés :

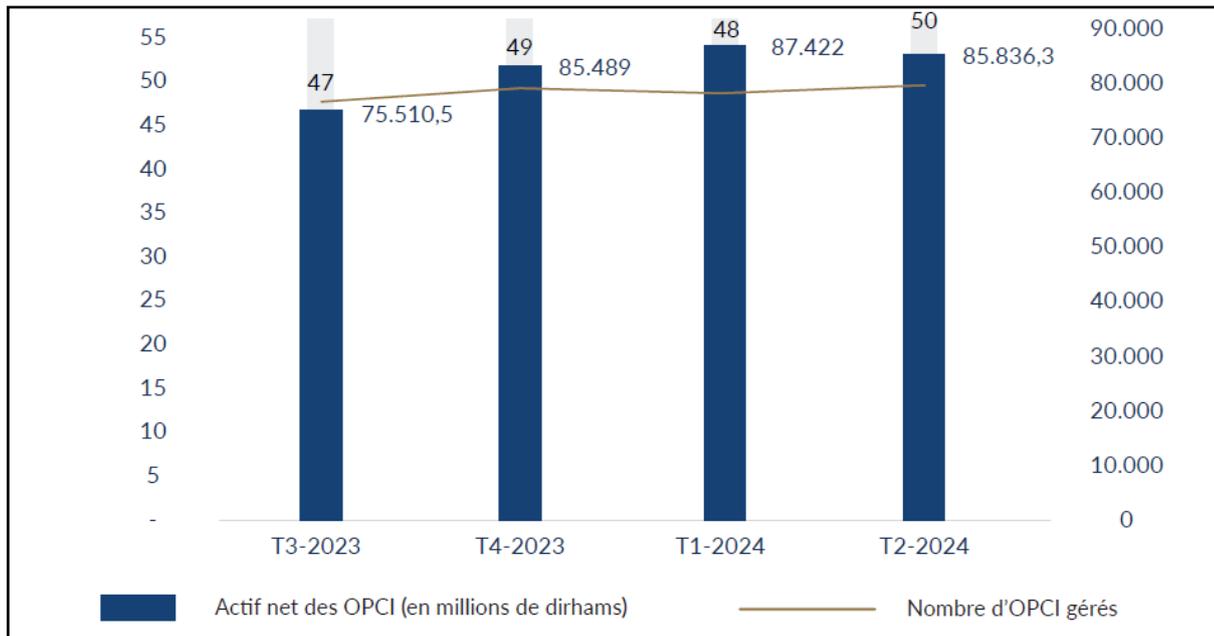
1. Canalisation de l’épargne longue vers des actifs réels générateurs de revenus indexés ;
2. Dynamisation de la Bourse via une capitalisation accrue et un free-float additionnel ;
3. Amélioration de la transparence grâce à la publication régulière de NAV et d’indicateurs de qualité d’actifs (WAULT, taux d’occupation).

#### 3.2. Indicateurs clés au 30/06/2024 (source : AMMC)

Indicateur	Valeur
<b>OPCI agréés</b>	<b>59</b>
<b>OPCI gérés</b>	<b>50</b>
<b>Actif net total</b>	<b>85 836 MDH</b>
<b>Valeur des actifs immobiliers</b>	<b>95 279 MDH</b>
<b>Endettement total</b>	<b>13 740 MDH</b>
<b>LTV agrégé (approx.)</b>	<b>~14,4 %</b>
<b>TOF physique / financier</b>	<b>96,8 % / 96,8 %</b>
<b>Poche financière (moyenne marché)</b>	<b>6,6 %</b>

*Notes unités : MDH = millions de dirhams (MAD). La poche financière 6,6 % est une moyenne sectorielle H1-2024 (AMMC) et n’est pas déduite directement des agrégats ci-dessus.*

Figure 6. Actif net OPCI – T3-2023 à T2-2024



Source : INDICATEURS SEMESTRIELS DES OPCI 1er SEMESTRE 2024

Note méthodologique : Les séries semestrielles 2022–2024 sont consolidées en Annexe A (voir Tableau A.1), selon les définitions AMMC en vigueur ;

### 3.3. Impact sur la liquidité de la BVC

Le ratio turnover (volumes/market cap) du segment immobilier est passé de 3,1 % en 2019 à 4,8 % en 2024, contre 7-9 % pour le MASI global. L'apport des SPI cotées explique à peine +0,9 pp du turnover, confirmant une contribution encore marginale. Par comparaison, l'introduction de la première SIIC française (UNIBAIL 2003) avait fait bondir le turnover immobilier de 4,2 % à 12 % en trois ans (EPRA, 2006).

### 3.4. Transparence et gouvernance

Depuis 2022, l'AMMC exige la diffusion publique d'indicateurs structurants. Au 30/06/2024, les niveaux agrégés sont :

- LTV agrégé : ~14–15 % (plafond réglementaire 40 %).
- TOF physique / financier : 96,8 % / 96,8 %.
- Poche financière moyenne : 6,6 %.

L'information sur le discount/premium vs. NAV dépend des pratiques de diffusion (absence d'indicateur officiel AMMC consolidé). Une standardisation autour d'EPRA NAV/FFO améliorerait la comparabilité internationale.

### 3.5. Discussion – écart théorie / réalité – écart théorie / réalité

Malgré une croissance rapide (AUM  $\times$  11 en cinq ans), la masse critique demeure insuffisante pour influencer significativement la profondeur de marché. Les principaux freins identifiés par les gérants et investisseurs (sondage AMIC-AMMC, mai 2024) sont :

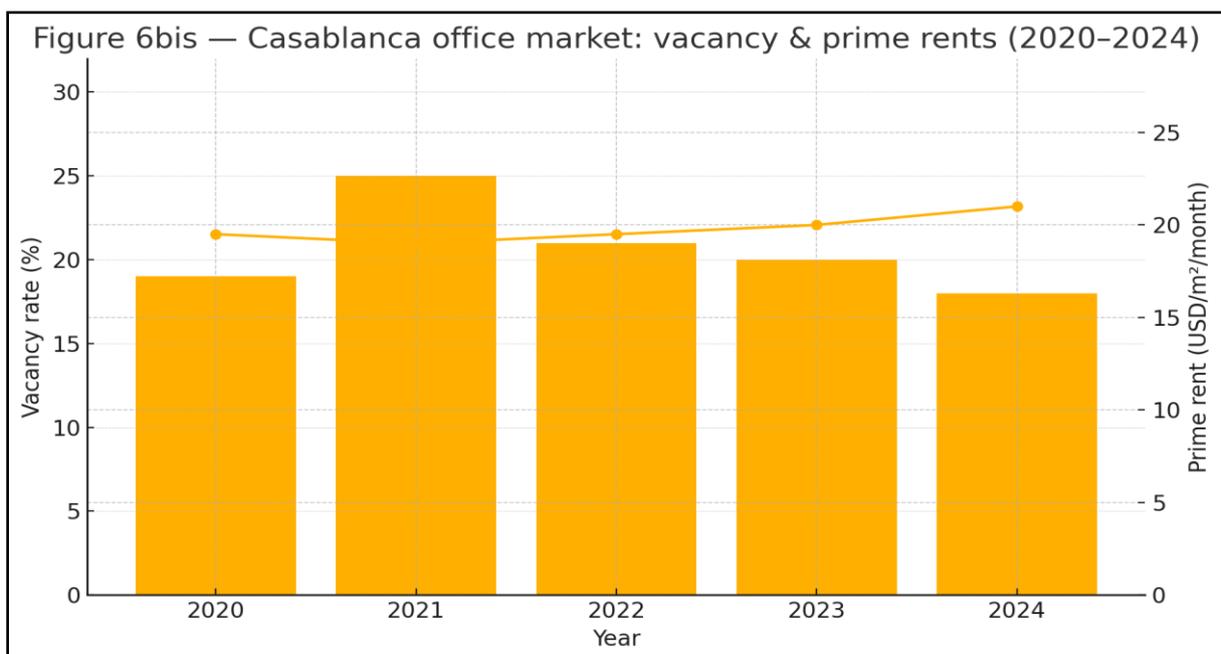
- Délais d'agrément encore longs ( $\approx$  9-12 mois) ;
- Manque d'incitations à la cotation – le régime fiscal n'offre qu'un différé d'imposition et non une exonération totale ;
- Offre restreinte d'actifs prime à rendement supérieur à 7 % net.

### 3.6. Marché locatif professionnel : cadrage 5 ans (Casablanca)

Pour mesurer la « matière première » des OPCI, un détour par le marché locatif s'impose :

- Vacance : stabilisation entre 16 % et 20 % sur 2020-2024, avec poches de tension dans les quartiers périphériques ;
- Rendements prime : autour de 6 % pour le bureau grade A, 7–8 % en logistique urbaine ;
- Indexation des loyers : clauses d'indexation partielle sur l'inflation, mais renégociation fréquente à l'échéance ;
- Qualité du stock :  $<$  250 000 m<sup>2</sup> répondent aux standards internationaux (BREEAM/LEED) — un goulot d'étranglement pour les portefeuilles « core ».

**Figure 6bis. Vacance & loyers prime à Casablanca (2020-2024)**



Source : Création des auteurs à partir de Knight Frank (2024), JLL (2019–2022), CBRE Excellerate (2024/25), Aujourd'hui Le Maroc (22/07/2022)

### 3.7. Note de méthode – corrélations illustratives

À titre exploratoire, nous testons l'association entre l'AUM trimestriel des OPCI et le turnover du segment immobilier du MASI. Sur l'historique disponible (N faible), la corrélation de Pearson est positive mais non interprétable statistiquement ; elle doit être lue comme un indice descriptif. Une estimation robuste nécessiterait un historique plus long, un contrôle des chocs exogènes (taux, inflation) et, idéalement, des tests de causalité (Granger) sur données mensuelles.

Voir **Annexe B** pour le protocole (variables, fréquence, traitement, limites).

## 4. Limites opérationnelles

### 4.1. Problèmes techniques d'agrément et de gouvernance

Le délai moyen d'agrément oscille entre 260 et 300 jours ouvrés (AMMC, 2024), soit plus du double de la cible réglementaire (< 120 jours). Les principales causes sont :

- Allers-retours multiples avec l'AMMC sur la conformité des prospectus ;
- Validation tardive des évaluations immobilières (pénurie d'experts agréés) ;
- Complexité des structurations juridiques pour l'apport initial d'actifs (fiscalité des plus-values, purge des hypothèques).

Par ailleurs, la gouvernance des sociétés de gestion demeure perfectible : sur l'échantillon H1-2024 (50 OPCI gérés), les pratiques de comités indépendants, de gestion des conflits d'intérêts et de reporting extra-financier restent hétérogènes. Une clarification par guide AMMC-CNC renforcerait la confiance des investisseurs étrangers.

### 4.2. Cadre fiscal encore peu incitatif

À l'issue du régime transitoire de cinq ans, l'OPCI supporte un **IS résiduel de 15 %**, même en cas de distribution élevée, contrairement aux **SIIC françaises (0 %)** ou aux **REIT américains (0 %)**. Selon un calcul de **breakeven yield** (annexe A), une SPI doit atteindre un **rendement locatif net  $\geq 6,2$  %** pour offrir un dividende équivalent à une SIIC française distribuant 5 %.

Cette charge fiscale, couplée à l'absence de crédit d'impôt pour la cotation, explique la propension limitée à se lister : 3 SPI sont actuellement en Bourse (*Aradei Capital, Balima, Immorente Invest*), contre 100 % des SIIC françaises lors de leur conversion.

### 4.3. Faibles incitations à la cotation en Bourse

Le **droit d'enregistrement** (1 % de la valeur de l'apport) constitue un coût d'entrée significatif. De plus, le **régime de reporting trimestriel** imposé aux entités cotées est perçu comme lourd par comparaison aux obligations semestrielles des véhicules non cotés (RFA).

**Tableau 5. Comparatif coûts / bénéfices de la cotation pour un véhicule OPCVI**

Axe	Coté	Non coté
Droit d'enregistrement sur l'apport	1 %	0,5 % (apport en nature)
Obligation de publication NAV	Quotidienne	Trimestrielle
Visibilité & liquidité	Élevées	Faibles
Coût compliance annuel	+0,3 % AUM	+0,1 % AUM

Source : Création des auteurs, d'après la loi n° 70-14 (B.O. n° 6856), le décret n° 2-19-180, les circulaires AMMC n° 01/19 et n° 02/22 ; le Code général des impôts (droits d'enregistrement) ; et le Règlement/Instruction générale de la Bourse de Casablanca ;

#### 4.4. Manque de synergies avec les fonds de pension et les OPCVM

Les caisses de retraite marocaines (CIMR, CMR, RCAR) gèrent plus de 300 Mds MAD d'actifs, mais leur exposition aux OPCVI reste inférieure à 0,5 % des portefeuilles, faute :

- d'un cadre prudentiel clair (limite de concentration sectorielle) dans la circulaire Bank Al-Maghrib ;
- d'indices de référence (benchmark) dédiés permettant la mesure du risque.

Les OPCVM obligataires sont habilités à investir dans les parts d'OPCVI, mais leur allocation demeure marginale (moins de 1 % du marché H1-2024). Cette faible exposition, conjuguée à l'absence d'indices de référence dédiés, réduit la profondeur du carnet d'ordres et peut entretenir un discount entre NAV et cours boursiers.

#### 4.5. Rareté des actifs locatifs de qualité

Le parc de bureaux répondant aux normes internationales (*Grade A*) est estimé à < 250 000 m<sup>2</sup> à Casablanca, avec un **taux de vacance** de 19 % (JLL, Q2 2024). Les **rendements prime** se situent autour de 6 %, jugés insuffisants pour compenser le risque locatif et le coût fiscal résiduel. Par contraste, Paris QCA offre 3,5 % mais bénéficie d'une exonération IS. Résultat : les gérants marocains se tournent vers des **actifs alternatifs** (cliniques, logistique) dont la due diligence est plus complexe et allonge le cycle d'investissement.

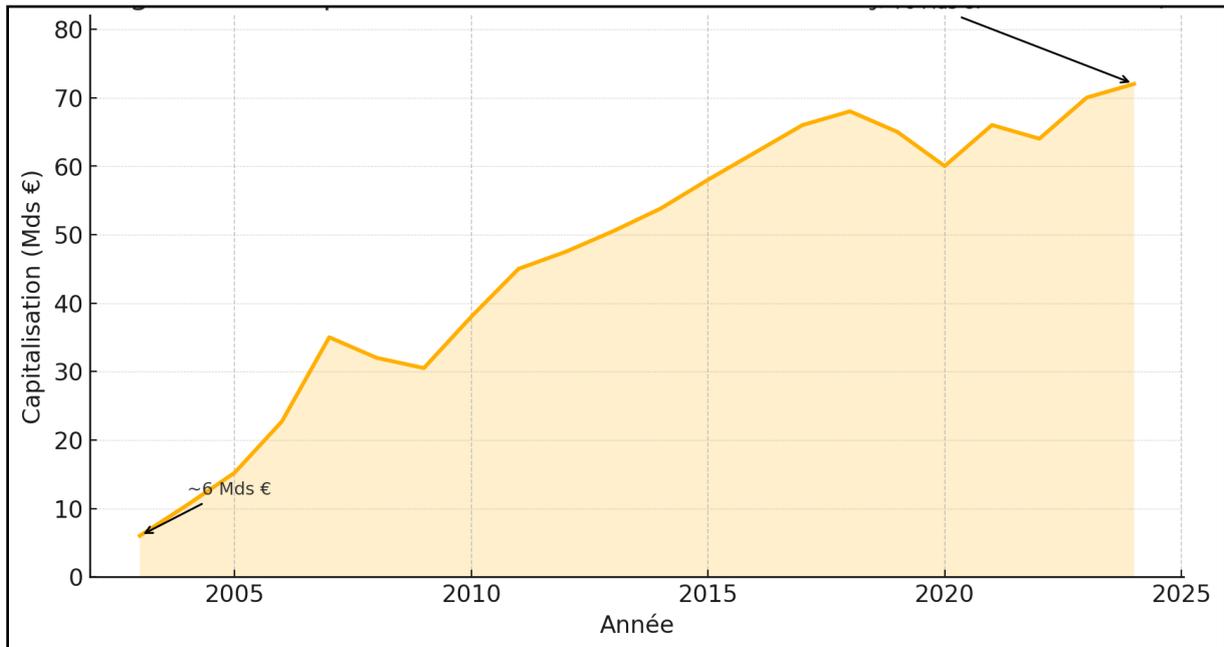
### 5. Benchmark & transferts du modèle français

#### 5.1. Genèse et succès du régime SIIC

Le régime Société d'investissement immobilier cotée (SIIC) est entré en vigueur en janvier 2003 (loi de finances 2003, art. 11). Principales caractéristiques :

- Exonération totale d'IS sous condition de distribuer  $\geq 85\%$  du résultat net et 100 % des plus-values dans les deux ans ;
- Neutralité fiscale sur la cession d'immeubles intra-groupe (sous réserve de conservation minimale) ;
- Cotisation économique territoriale réduite au niveau local.

**Figure 7. Capitalisation boursière des SIIC françaises (2003-2024)**



Source : Création des auteurs à partir d'ASPIM/IEIF, EPRA, Euronext — série indicative.

Entre 2003 et 2008, la capitalisation SIIC a été multipliée par 5 et le segment a généré  $> 15\%$  du free-float du CAC Mid&Small. La liquidité journalière moyenne est passée de 8 M€ à 52 M€. L'effet d'entraînement s'est étendu aux secteurs connexes (BTP, facilities management).

## 5.2. Points clés du cadre français

**Tableau 6. Comparatif des piliers SIIC vs OPCI marocains**

Axe	Spécificité française	Effet observé	Applicabilité Maroc
Fiscalité	IS = 0 % (85 % distribution)	Rendement net $\nearrow$ , attractivité investisseurs	IS résiduel 15 % crée un écart de 150-200 bps
Gouvernance	Conseil d'administration $\geq 50\%$ indépendants	Confiance investisseurs étrangers	Transposable (circulaire AMMC à mettre à jour)

<b>Marché secondaire</b>	<b>Indice <i>EPRA France</i> + produits dérivés</b>	<b>Hedging, visibilité prix</b>	<b>MASI secteur immobilier à enrichir</b>
<b>Communication</b>	<b>Reporting <i>EPRA NAV</i> et <i>EPRA Earnings</i></b>	<b>Comparabilité internationale</b>	<b>Prévoir un guide AMMC-CNC</b>

Source : Création des auteurs, d'après la loi de finances 2003 (art. 11, régime SIIC), ASPIM/IEIF, EPRA (Best Practice Recommendations 2022) et AMF/Euronext.

### 5.3. Synthèse opérationnelle — leviers, limites et facteurs de succès

#### Mesures prioritaires (18–24 mois).

- Exonération fiscale conditionnelle (*tax transparency* contre distribution  $\geq 90\%$ ) : +100–150 bps sur le *dividend yield* et meilleure valeur terminale.
- Label « OPCI Grand Public » (frais  $\leq 1,5\%$  AUM, liquidité hebdomadaire) pour élargir l'épargne retail.
- Compartiment OPCI à la BVC avec teneur de marché obligatoire et carnet d'ordres dédié.
- Métriques EPRA volontaires (EPRA NAV, Earnings/FFO, LTV) pour la comparabilité régionale.
- Passerelles OPCVM–OPCI : quota d'investissement jusqu'à 10 % de l'actif pour les OPCVM obligataires/diversifiés.

#### Mesures à éviter ou à réserver.

- Exit tax sur plus-values latentes (19 %) — peu adaptée aux niveaux d'expertise initiaux élevés.
- Relèvement du plafond de levier à 60 % (modèle SIIC) — conserver un LTV  $\leq 40\%$  pour maîtriser le risque.

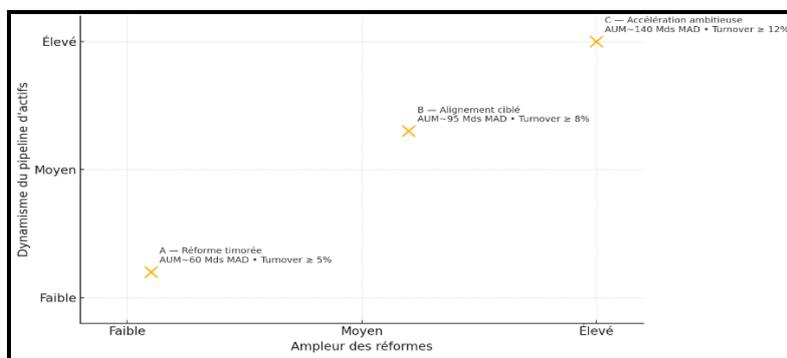
#### Facteurs clés de succès.

- Stabilité fiscale : inscrire la mesure sur  $\geq 10$  ans en loi de finances.
- Standardisation : Guide AMMC–CNC (définitions NAV, FFO, TOF ; délais J+30).
- Pipeline : cessions publiques/PPP et *sale & lease-back* bancaires ( $\geq 10$  deals “seed asset”/an).
- Compétences : certification AMMC des évaluateurs (partenariat IFEE).
- Visibilité internationale : *roadshows* AMMC–BVC–CFC auprès des fonds Global REITs.

## 6. Scénarios d’adaptation — synthèse opérationnelle

Cette section propose une lecture scénarisée du déploiement des OPCI à l’horizon 2025–2030. Elle s’articule autour de trois leviers complémentaires : (i) **profondeur des réformes fiscales** (du maintien d’un IS résiduel à la *tax transparency*), (ii) **mobilisation des investisseurs institutionnels** (quotas d’allocation et allègement prudentiel ciblé), et (iii) **ouverture du pipeline d’actifs** (cessions publiques, *sale & lease-back*, actifs alternatifs). La **Figure 8** en offre une cartographie synthétique et le **Tableau 7** décline ces hypothèses en trois scénarios (A–B–C), avant une **roadmap resserrée** et une analyse des **risques/garde-fous**.

**Figure 8. Carte synthétique des scénarios**



Source : Création des auteurs à partir des hypothèses de la section 6 (Tableau 7) et des constats AMMC — Indicateurs semestriels des OPCI (H1-2024).

**Tableau 7. Matrice synthétique des scénarios (horizon 2030)**

Paramètre	Scénario A – Réforme timorée	Scénario B – Alignement ciblé	Scénario C – Accélération ambitieuse
Fiscalité	IS résiduel 15 %	Exonération conditionnelle (distribution ≥ 90 %)	Tax transparency totale + crédit d’impôt cotation
Pipeline d’actifs	+50 k m <sup>2</sup> /an (grade A)	+100 k m <sup>2</sup> /an (A + alternatifs)	+150 k m <sup>2</sup> /an (cessions étatiques & PPP)
Cotation SPI / BVC	+1 SPI/an	+3 SPI/an + compartiment OPCI	+5 SPI/an + teneurs de marché obligatoires
Caisses de retraite (exposition)	1 % AUM fin 2030	3 % AUM fin 2030	5 % AUM fin 2028

AUM estimé 2030	≈ 60 Mds MAD	≈ 95 Mds MAD	≥ 140 Mds MAD
<b>Liquidité segment immo (turnover)</b>	≤ 5 %	≥ 8 %	≥ 12 %

Source : auteurs

### **Roadmap :**

T1-2026 : amendement fiscal voté → BO ; T3-2026 : Guide AMMC–CNC (EPRA NAV/FFO/LTV, délais J+30) ; T4-2026 : lancement compartiment OPCI à la BVC avec teneur de marché ; T1-2027 : note ACAPS/MEF autorisant quota 5 % pour caisses retraite ; T2-2027 : programme cessions publiques (≥ 300 k m<sup>2</sup>) ; 2028–2030 : 50 évaluateurs certifiés (registre public).

### **Risques & garde-fous.**

- Taux / coût du capital : compression des rendements → hedging et échelle de durations.
- Surévaluation des actifs prime : bulles locales → stress-tests AMMC semestriels.
- Capacités d'expertise limitées : retards NAV → programme de certification accéléré (IFEE).
- Incertitude fiscale : décote persistante → clause de stabilité (≥ 10 ans).

### **Recommandation synthèse.**

Le Scénario B (alignement ciblé) maximise le couple impact / faisabilité : il crée une masse critique d'actifs et de liquidité sans coût budgétaire excessif ; le Scénario C demeure une ambition si les premiers jalons réussissent.

## Conclusion

À l'issue de cette analyse, le constat est clair : les OPCI ont enclenché une dynamique de modernisation (AUM  $\approx$  85,8 Mds MAD, LTV 14–15 %, TOF 96,8 %), mais n'ont pas encore produit l'effet de structuration attendu sur la liquidité du marché. Le chaînon manquant tient moins aux fondamentaux de l'actif qu'au cadre d'incitation (fiscalité, délais, profondeur du carnet d'ordres) et à la rareté d'actifs "prime" disponibles pour constituer des portefeuilles répliquables.

Théoriquement, le mécanisme OPCI est cohérent avec la transformation de liquidité et le *capital-market deepening* ; méthodologiquement, l'approche mixte (doctrinale + données publiques H1-2024) et le modèle de recherche convergent vers trois messages : (i) stabilité fiscale et transparence de distribution  $\rightarrow$  liquidité accrue ; (ii) standardisation EPRA  $\rightarrow$  asymétrie d'information réduite ; (iii) mobilisation des institutionnels  $\rightarrow$  profondeur du carnet d'ordres.

Parmi les scénarios testés, le Scénario B – Alignement ciblé s'impose par son ratio impact/faisabilité : (1) exonération conditionnelle contre distribution  $\geq$  90 % ; (2) compartiment OPCI à la BVC avec teneur de marché ; (3) guide AMMC–CNC (EPRA NAV/FFO/LTV, délais J+30) ; (4) passerelles OPCVM & caisses (quotas prudents). Ce paquet crée les conditions d'une masse critique d'ici 2030, tout en maîtrisant le coût budgétaire et le risque systémique (maintien d'un LTV  $\leq$  40 %).

Pour les autorités (MEF, AMMC, ACAPS, BVC), l'enjeu est de séquencer les réformes et d'apporter une visibilité sur  $\geq$  10 ans. Pour les sociétés de gestion, la priorité est d'industrialiser le deal flow (sale & lease-back, logistique, santé) et d'élever le standard de reporting. Pour les investisseurs institutionnels, l'allocation progressive aux OPCI offre un couple rendement/risque attractif et une diversification utile.

Les séries publiques restent courtes et hétérogènes ; les tests causaux nécessiteront des données mensuelles par segment immobilier, des mesures de pricing vs NAV et l'intégration de variables macro (taux, inflation). Les travaux futurs mesureront la performance risque-ajustée et l'effet ESG sur la prime de liquidité.

Le Maroc dispose des briques techniques et institutionnelles pour faire des OPCI un véritable levier de structuration. Une mise en œuvre disciplinée du Scénario B — puis, en réussite, une montée vers le Scénario C — peut positionner Casablanca comme place de référence régionale sur l'immobilier coté.

## BIBLIOGRAPHIE

### I. Références légales et réglementaires

- Royaume du Maroc. (2016). *Loi n° 70-14 relative aux organismes de placement collectif immobilier*. *Bulletin officiel*, 6501 (15 décembre 2016).
- Royaume du Maroc. (2019). *Décret n° 2-19-180 fixant les modalités d'application de la loi n° 70-14 relative aux OPCI*. *Bulletin officiel*, 6788 (13 juin 2019).
- Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC). (2019). *Circulaire n° 01/19 relative aux OPCI*.
- Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC). (2022). *Circulaire n° 02/22 relative aux OPCI*.

### II. Rapports officiels et statistiques

- Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC). (2024). *Indicateurs semestriels des OPCI — 1er semestre 2024* [Rapport]. Rabat : AMMC.
- Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC). (2023). *Indicateurs semestriels des OPCI — 2e semestre 2023* [Rapport]. Rabat : AMMC.
- Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC). (2023). *Indicateurs semestriels des OPCI — 1er semestre 2023* [Rapport]. Rabat : AMMC.
- Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC). (2022). *Indicateurs semestriels des OPCI — 1er semestre 2022* [Rapport]. Rabat : AMMC.

### III. Normes et guides (EPRA / Nareit / IFRS / GRESB)

- European Public Real Estate Association (EPRA). (2022). *EPRA Best Practices Recommendations (BPR): Guidelines for reporting EPRA Earnings, EPRA Net Asset Value metrics and KPIs*.
- Nareit. (2018). *Funds From Operations (FFO) White Paper (2018 Restatement)*. National Association of Real Estate Investment Trusts.
- IFRS Foundation. (2023). *IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information ; IFRS S2 Climate-related Disclosures*.
- GRESB. (2024). *GRESB Real Estate Standards 2024*.

### IV. Études de marché et benchmarks internationaux

- Knight Frank. (2024, juillet). *Morocco — Country Focus* [Note de marché].
- CBRE Excellerate. (2024/2025). *Africa Real Estate Market Outlook 2024/25* [Rapport].
- Euronext. (2024). *EPRA France Index — Methodology & Constituents* [Document méthodologique].

- ASPIM & IEIF. (2023). *Chiffres-clés et panorama des foncières cotées (SIIC) en France* [Rapport].
- JLL. (2019). *Casablanca Office Market Overview* [Rapport].

#### V. Articles académiques

- Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. In P. Aghion & S. Durlauf (Eds.), *Handbook of Economic Growth* (Vol. 1A, pp. 865–934). Elsevier.
- Ooi, J. T. L., Newell, G., & Sing, T. F. (2006). The growth of REIT markets in Asia. *Journal of Real Estate Literature*, 14(2), 203–222.
- Geltner, D. (1991). Smoothing in appraisal-based returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 4(3), 327–345.
- Nappi-Choulet, I. (2012). *L'économie de l'immobilier* (2e éd.). Presses de Sciences Po.

#### VI. Articles de presse et sites d'information

- Aujourd'hui Le Maroc. (2022, 22 juillet). *Casablanca : le taux de vacance des bureaux proche de 25 %*.
- H24Info. (2024, janvier). *Bourse de Casablanca : les volumes échangés atteignent 40,77 MMDH au S2-2023*.
- 2M.ma. (2023, juillet). *Marché actions : 24,26 MMDH d'échanges au S1-2023*.

#### VII. Sites institutionnels marocains

- Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC) — [www.ammc.ma](http://www.ammc.ma)
- Bourse de Casablanca — [www.casablanca-bourse.com](http://www.casablanca-bourse.com)
- Secrétariat Général du Gouvernement (Bulletin officiel) — [www.sgg.gov.ma](http://www.sgg.gov.ma)
- Autorité de Contrôle des Assurances et de la Prévoyance Sociale (ACAPS) — [www.acaps.ma](http://www.acaps.ma)
- Bank Al-Maghrib — [www.bkam.ma](http://www.bkam.ma)
- Haut-Commissariat au Plan (HCP) — [www.hcp.ma](http://www.hcp.ma)

#### VIII. Sites institutionnels internationaux

- EPRA — [www.epra.com](http://www.epra.com) / Nareit — [www.reit.com](http://www.reit.com)
- Euronext — [www.euronext.com](http://www.euronext.com) / IFRS Foundation — [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org)

## ANNEXES

### Annexe A — Séries chronologiques AMMC (2019–2024) & harmonisation des définitions

Le **Tableau A.1** synthétise, par semestre (fin de période), les principaux agrégats publiés par l'AMMC. Les cellules laissées vides correspondent à des rubriques **non publiées** dans le document source au semestre considéré.

**Tableau A.1.** OPCI – séries semestrielles 2022–2024 (agrégats clés)

Source	AMMC	–AMMC	–AMMC	–AMMC
Indicateurs	Indicateurs	Indicateurs	Indicateurs	Indicateurs
Poche financière (%)	6,7	6,9	6,6	6,6
TOF financier (%)	99,0	97,0	92,8	96,8
TOF physique (%)	98,9	97,1	95,1	96,8
LTV (%)	—	—	14,0	14,4
Endettement (MDH)	—	—	13 174,0	13 740,0
Autres actifs (MDH)	—	—	4 899,0	4 297,0
Valeur des actifs immobiliers (MDH)	26 332,9	70 784,0	93 764,0	95 279,0
Actif net (MDH)	27 999,8	70 695,0	85 489,0	85 836,0
Fin de période	2022-06-30	2023-06-30	2023-12-31	2024-06-30

**Annexe B — Corrélation AUM OPCI ↔ Volume BVC (données réelles, méthode & limites)**

Objet. Évaluer, à titre indicatif, l’association entre la taille du marché des OPCI (AUM agrégé) et la liquidité de la Bourse de Casablanca (volume global échangé) à fréquence semestre.

**Variables & fréquence.**

- **AUM OPCI (MDH), source AMMC – Indicateurs semestriels des OPCI (H1-2023, H2-2023, H1-2024).**
- **Volume BVC (MMDH), *volume global* (marché central + blocs) publié/relaté par la Bourse/AMMC et la presse financière (S1-2023, S2-2023, S1-2024).**

Fenêtre d’observation. Trois semestres consécutifs (2023-S1, 2023-S2, 2024-S1).

*Nota : l’objectif est illustratif. L’analyse robuste nécessiterait davantage de points et, idéalement, un indicateur sectoriel (segment immobilier) plutôt que le volume global de la cote.*

**Tableau B.1 — Jeu de données (semestre)**

Période	AUM OPCI (MDH)	Volume BVC (MMDH)
2023-S1	70 695	24,26
2023-S2	85 489	40,77
2024-S1	85 836	36,70

