



CAHIER DE RECHERCHE

N°1 - Décembre 2021

Table des matières

Comprendre la cryptomonnaie, entre adoption hétérogène et fiscalité complexe.....	4
Résumé.....	4
Introduction.....	4
I - Les propriétés du modèle Bitcoin.....	6
II – L’adoption des cryptomonnaies dans le monde.....	8
III - La fiscalité des cryptomonnaies : le cas français, américain et britannique	12
 Le coworking est-il un effet de mode ?.....	19
Introduction.....	19
Le coworking dans le monde d’hier.....	20
Le coût immobilier.....	21
Start-up et bail commercial	22
Le coworking dans le monde d’aujourd’hui	22
Le marché.....	23
Les tiers-lieux.....	23
Wework un leader mondial dans le coworking.....	25
Le coworking dans le monde de demain.....	25
Le corpoworking une alternative au coworking.....	27
Conclusion	27
 Retour sur l’origine du financement alternatif de l’immobilier : la pierre papier... 30	30
La « pierre papier » : l’origine du financement alternatif	31
À tout seigneur, tout honneur : les SCPI.....	32
Frais.....	36
Les fonds de capital investissement	42
Les évolutions apportées par la loi Pacte	46
Cas particuliers des clubs deal	47
Cas du FIA par objet	48
Cas des « autres FIA »	48
 L’évaluation du premier cours de bourse.....	50
I – Les méthodes d’évaluation comptables	51
II - Les méthodes d’évaluation extra-comptables	59

AVANT-PROPOS

En juin 2021 a été décidée la création d'un laboratoire de recherche FinanciaRech au sein de Financia Business School avec pour objectif principal de mieux faire connaître l'école dans les milieux économiques et institutionnels pour la qualité de ses formateurs, leurs connaissances professionnelles alliées à leurs réflexions théoriques, le tout mis au service de la formation des étudiants.

Trois axes principaux de recherche ont été retenus ; l'immobilier en tant qu'actif financier, la finance de marché et les cryptomonnaies et la gestion de patrimoine, deux dimensions devant nécessairement être ajoutées à chacun de ces thèmes : l'éducation financière et l'aspect fiscal.

Vous avez entre les mains la première réalisation pratique de cette décision : le Cahier de recherche n° 1 avec quatre articles portant soit sur l'avancée des connaissances académiques dans le domaine des entreprises soit sur des problèmes de société ou d'actualité écrits par des enseignants-chercheurs et des intervenants de Financia et qui reprennent l'un des axes sélectionnés : « Comprendre la cryptomonnaie, entre adoption hétérogène et fiscalité complexe », « Le coworking est-il un effet de mode ? », « Retour sur l'origine du financement alternatif de l'immobilier : la pierre papier ». S'y ajoute « L'évaluation du premier cours de bourse », l'un des chapitres d'un ouvrage intitulé « L'introduction en bourse » qui doit paraître au premier trimestre 2022 aux Editions Ellipses.

D'autres projets sont d'ores et déjà programmés : la publication d'un Cahier de recherche n°2 en juin 2022 et l'organisation d'une journée scientifique sur le thème « Conséquences de la révolution des crypto-monnaies ».

Nous espérons que la lecture des contributions de ce Cahier vous intéressera et vous fera apprécier la richesse du travail de recherche du corps enseignant de Financia Business School.

Paul-Jacques LEHMANN

Responsable de FinanciaRech

Comprendre la cryptomonnaie, entre adoption hétérogène et fiscalité complexe

Résumé

La crise de 2008, tournant majeure de l'économie a été une opportunité cruciale dans l'apparition de Bitcoin et des autres cryptomonnaies. Porte-drapeau d'une population méfiante, subissant de plein fouet les répercussions de cette crise financière, les cryptomonnaies se sont peu à peu imposées comme une alternative crédible à la monnaie, tout en s'émancipant d'un contrôle gouvernemental et institutionnel classique. L'étude ci-dessous vise dans un premier temps à présenter la principale cryptomonnaie au monde et ses propriétés, tout en évoquant la technologie sous-jacente qui permet son utilisation. La seconde partie nous amènera à traiter de l'adoption des cryptomonnaies dans le monde par l'intermédiaire d'une classification adaptée. Cette classification mettra en évidence une disparité dans le monde, entre convaincu et réfractaires et soulignera non pas la peur des cryptomonnaies mais la peur de l'absence de régulation. La dernière partie de l'étude montrera une fiscalité tout aussi inégalitaire dans le monde, avec laquelle certains pays comptent relancer l'économie en obtenant de forts bénéfices de son utilisation. L'inégalité fiscale justifie la peur des gouvernements face à l'exode fiscal avec de nombreux utilisateurs désireux de ne pas être soumis à une imposition élevée.

Introduction

Qu'est-ce qu'une monnaie ? Cette question semblait il y a encore quelques années très simple à répondre mais a connu une évolution majeure durant la première décennie des années 2000. Une monnaie est d'un point de vue général, un moyen de paiement, permettant de réaliser des transactions de biens et services entre deux personnes ou plus. Elle permet de mesurer la richesse d'un individu, d'une entreprise si l'on s'en réfère à son approche la plus connue et simpliste. En 2008, une crise majeure, la crise des subprimes vient frapper l'économie mondiale et remettre en cause la souveraineté de la monnaie et de ses représentants auprès de la population. La crise des subprimes se caractérise par une grande

difficulté des ménages et entreprises à rembourser les crédits réalisés. La Banque Fédérale Américaine (FED) a durant les années 2000 pratiqué des taux d'intérêt très bas et cédé des crédits "rechargeables". Dans un premier temps, cette approche a soutenu la croissance des Etats-Unis, le crédit "subprime" reposant sur l'hypothèque du bien de l'individu dont le bien était censé prendre en valeur. La Banque Centrale pour s'adapter à l'évolution de l'inflation, va progressivement augmenter ses taux. Cependant, contrairement aux prévisions, le marché de l'immobilier a été revu à la baisse ce qui se traduit par une valeur inférieure à la valeur du crédit contracté. Les ménages se sont retrouvés en difficulté, tout comme les entreprises ce qui s'est répercuté sur les établissements de crédits qui connaîtront un taux de non-remboursement de 15%. En conséquence, de nombreux ménages ont perdu leur logement, ce qui à court et moyen terme a provoqué une hausse des indicateurs économiques américains tels que le taux de chômage (passage de 3-4% à 10%).

C'est sur cette "vague" que la méfiance et la défiance de la population envers le système financier se sont accentuées. En profitant de climat, un groupe d'individu ou une personne anonyme du nom de Satoshi Nakamoto a décidé de créer une monnaie virtuelle totalement émancipée des gouvernements et des institutions financières du nom de Bitcoin. Véritable précurseur, le bitcoin fût la première cryptomonnaie qui met au centre de son utilité la population et qui ne se soumet pas à la loi du marché classique. Suite à son invention, des milliers d'autres cryptomonnaies que l'on appelle les altcoins (monnaies alternatives) seront créées. Leur légitimité, avec Bitcoin comme porte-étendard se trouve dans l'obsolescence du système financier actuel, totalement centralisé et contrôlé par la Banque Centrale. Bitcoin se veut d'être une monnaie qui reste immuable face aux changements de l'économie mondiale. Le principal objectif d'une cryptomonnaie comme Bitcoin est "de démocratiser la finance au sein d'espaces alternatifs (transnationaux) et de restituer aux individus ce bien commun qu'est la monnaie"¹. Pour cela, Bitcoin possède son propre réseau qui repose sur un système de transmission et de stockage du nom de blockchain. Pour le bitcoin, la blockchain portera le nom de blockchain Bitcoin.

Dans la première partie de l'article, nous reviendrons sur les propriétés du modèle Bitcoin. Une seconde partie considèrera le degré d'adoption des cryptomonnaies dans le monde, tandis que la troisième partie étudiera les différences fiscales entre pays. Une conclusion sera faite et pourra servir d'ouverture à de futures études.

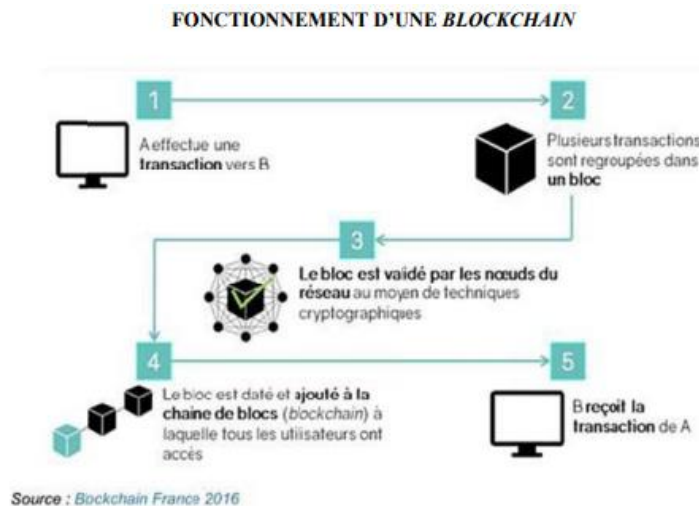
¹ https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/rapports/cion_fin/l15b1624_rapport-information.pdf

I - Les propriétés du modèle Bitcoin

1.1 Les propriétés originelles

Dans l'objectif de faciliter la compréhension de ce phénomène complexe, nous décrivons uniquement les principales propriétés qui permettront de rendre cet article accessible aux néophytes (débutants) comme au plus expérimentés.

La blockchain est le système sous-jacent à l'ensemble des cryptomonnaies. Ce système est dit de pair-à-pair, autrement dit il repose sur l'interconnexion entre les membres du réseau. Par analogie, lorsqu'un individu réalise un achat par exemple sur internet, un tiers de confiance intervient pour garantir la sécurité et le bon déroulement de l'achat. Ce tiers de confiance est la banque. Ici, aucun tiers de confiance n'intervient, la transaction repose sur les utilisateurs du réseau.



Pour optimiser la sécurité de ce système, la taille du réseau est primordiale. Plus le réseau possède de nœud (un nœud est égal à un utilisateur), plus il sera sécurisé. C'est un modèle qui vient donc en strict opposition au modèle bancaire classique. Lorsqu'une transaction est en cours, les utilisateurs du réseau doivent valider ce qu'on appelle un bloc pour certifier l'authenticité de la transaction. Cette opération s'appelle un minage.

La validation de la transaction se fait par consensus et porte le nom de preuve de travail (proof of work). Celle-ci n'est possible qu'en résolvant un calcul mathématique

extrêmement difficile et seulement réalisable par ordinateur. Tous les "mineurs" vont alors se lancer dans une course à la validation. Le vainqueur se verra créditer d'une commission sur la transaction. Pour les tentatives de corruption, le réseau est tellement puissant qu'il faudrait, selon le rapport d'informations de l'assemblée nationale (2019) "rassembler plus de 50 % de la puissance de calcul totale du réseau – revient à détruire son investissement matériel et s'exclure du réseau".

Posant un réel problème quant à la consommation extrême d'énergie, la blockchain se veut adaptable et la preuve de travail peut être par exemple remplacée par une preuve d'enjeu. La différence est que ce n'est plus une course mais un choix aléatoire d'un mineur.

Une fois validé le bloc rejoint les autres blocs et forme donc la blockchain sur laquelle tous ont accès (voir schéma de fonctionnement d'une blockchain). Par ses différentes propriétés, nous parlons donc d'un système immuable, transparent et décentralisé.

1.2 Les différentes évolutions de la blockchain

Comme pour un ordinateur, il est parfois nécessaire pour la blockchain d'une cryptomonnaie de procéder à des "mises à jours". Portant le nom de *fork*, ces mises à jours se portent au nombre de deux. La première est le *soft fork*. Le *soft fork* est la création d'un embranchement secondaire dans la blockchain dans le but d'améliorer la relation entre utilisateurs et potentiellement la vitesse de validation des transactions. La seconde est le *hard fork*, qui est un changement majeur des règles du réseau. C'est par exemple ce changement majeur qui a provoqué la création du bitcoin cash (BCH), une version du Bitcoin censé être plus stable en termes de prix et plus rapide dans les transactions.

Avec le temps, il a été possible d'échanger les monnaies *fiat* (monnaie ayant devises légales) contre les cryptomonnaies. Le travail de minage reste une véritable source de rémunération. La modernisation des cryptomonnaies a totalement transformé l'activité économique. Nous pouvons à présent réaliser des levées de fonds, faciliter les transactions, notamment par des coûts internationaux moins élevés (1% contre 2%-4% pour les systèmes de paiement classiques, dépassant même 7% en cas d'envoi transfrontalier). Le caractère immuable de la blockchain rend la fraude de cryptomonnaies beaucoup plus difficile (mais pas impossible).

Dans le domaine de la finance, les cryptomonnaies restent très appréciées car elles permettent de diversifier son portefeuille d'actions. Ainsi, les investisseurs s'en servent pour éviter de subir un risque de perte trop important sur une seule action.

S'il fallait retenir deux évolutions de l'utilisation des cryptomonnaies et de la blockchain, les *smart contracts* et les *Initial Coin Offering* (ICO) sont deux opportunités économiques non négligeables.

Les *Smart Contracts* sont des protocoles informatiques avec des règles prédéfinies qui s'appliquent automatiquement une fois les composantes de ces contrats respectées. C'est en quelque sorte des contrats papiers, sans la nécessité de passer par un service ou une personne tierce. Par exemple, nous pouvons imaginer un *smart contract* sur une livraison d'un bien. Lorsque ce bien sera livré, alors le *smart contract* s'activera et payera automatiquement la société de livraison dans la cryptomonnaie programmée à cet effet. Dans le domaine de l'immobilier, ils sont utilisés par exemple comme cadastre informatique, dans lequel dès qu'une transaction immobilière sera réalisée, celle-ci sera automatiquement enregistrer dans le cadastre et sera infalsifiable. Avec cette automatisation, les processus d'enregistrement, de respect du contrat et de sécurité sont inédits. A cet égard, c'est le réseau Ethereum qui devient la référence et à ce titre la seconde plus importante cryptomonnaie en termes de capitalisation boursière.

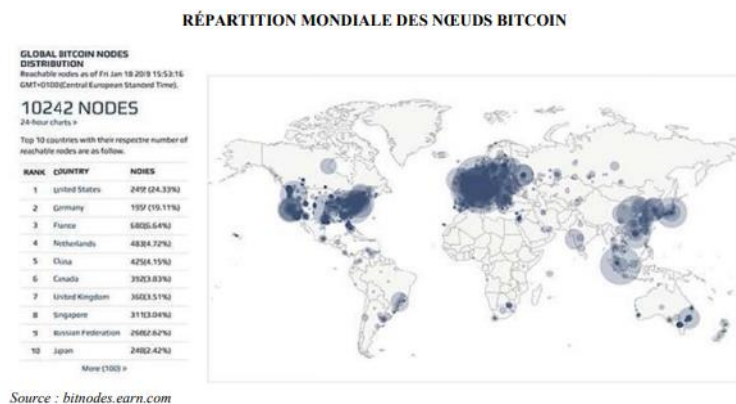
Les ICO sont un nouveau dispositif de levée de fonds permettant le financement de divers projets. Contrairement à la levée de fonds classique, celle-ci est réalisée non pas en monnaie fiduciaire mais en cryptomonnaies. En échange de cette levée de fonds, les financeurs reçoivent des *tokens* qui doivent servir comme "récompense" selon les termes du projet.

Bien que représentant de nombreux atouts, les cryptomonnaies restent un sujet créant des disparités dans le monde, que cela soit dans son adoption ou dans la fiscalité à y appliquer.

II – L'adoption des cryptomonnaies dans le monde

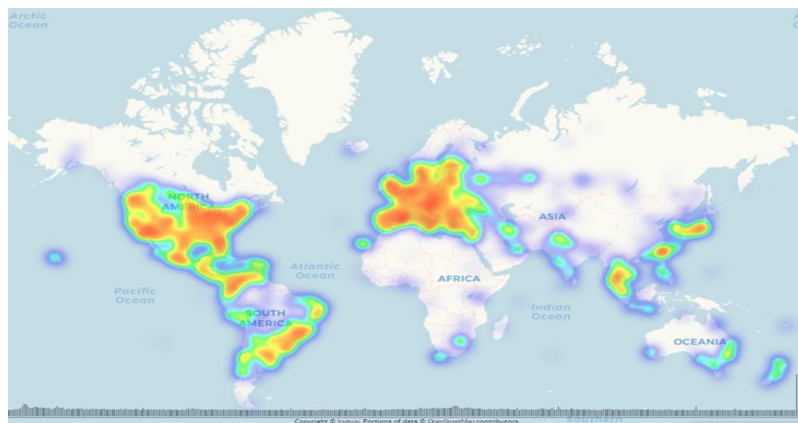
2.1 Panorama général des cryptomonnaies dans le monde

Dès lors que les cryptomonnaies servent de moyen de paiement dans le but d'obtenir un bien ou service, elles sont catégorisées par définition de monnaie. Cependant, elles créent de réelles disparités dans le monde, ce qui les empêche d'être reconnues mondialement comme une monnaie au même titre que le dollar ou l'euro.



La carte ci-dessus représente la part des nœuds Bitcoin dans le monde. Nous voyons très facilement, que 3 zones se dégagent. La zone américaine qui représente plus de 24% des nœuds juste avec les Etats-Unis, la zone européenne qui représente plus de 20% avec seulement l'Allemagne et la France et la zone asiatique.

Le continent Africain est probablement le moins enclin à accepter les cryptomonnaies, notamment pour des motifs religieux mais aussi pour la crainte qu'elles inspirent quant à la possibilité d'actes illégaux tels que la fraude, le blanchiment d'argent, l'achat d'armes². Néanmoins, il existe un commerce des cryptomonnaies entre particuliers et TPE, au Nigéria et en Afrique du Sud.



Référencement des commerces de cryptomonnaies. 2021

En prenant la carte des référencements des commerces acceptant les cryptomonnaies, nous retrouvons bien les trois zones charnières que sont les continents américains, européens et asiatique, concentrés autour des Etats-Unis, de l'Allemagne et de la France.

Bien qu'intéressant d'étudier l'adoption des cryptomonnaies par les continents, le rapport de l'assemblée nationale propose une approche beaucoup plus dynamique et soulève la question de l'opportunité : prendre le train en marche ou être de nouveau relégué au fond ? Sur cette question, trois dynamiques s'installent.

2.2 Entre acceptation et opposition, les cryptomonnaies divisent

Les cryptomonnaies sont une réelle source de disparité dans le monde. Certains les louent pour leurs potentiels financiers, d'autres les décrivent pour les malversations qu'elles

²<https://issafrica.org/fr/iss-today/afrique-nouvel-eldorado-darnaques-aux-crypto-arnaques-et-du-blanchiment-dargent>

attirent, elles ne laissent donc personne indifférent. Ainsi, nous pouvons catégoriser les cryptomonnaies sous trois groupes représentant trois dynamiques opposées.

Le premier groupe est le groupe des réfractaires, mené par la Corée du Sud. En totale opposition avec les cryptomonnaies jugées trop instables et source d'activités illégales telles que le détournement de fonds, le blanchiment d'argent, la Corée du Sud ne souhaite pas les considérer comme monnaie. Par conséquent, la Corée du Sud a interdit la détention de cryptomonnaies ou la réalisation de transactions par les établissements de crédits et d'assurances. Seulement, la finance est un monde en perpétuel mouvement et les dernières années n'ont pas permis à la Corée du Sud d'éviter les plateformes d'échanges de cryptomonnaies. Pour rester sur leur ligne de conduite, le gouvernement coréen a décidé avec la Commission des services financiers (FSC), de fermer toutes les plateformes qui ne se plient pas à la réglementation du pays sur les transactions. Nous pouvons penser qu'en effet, ce pays reste réfractaire à son utilisation mais devant les interrogations qu'elles soulèvent, la Corée finit par tenter de réguler l'autorisation plutôt que de les condamner. Le Maroc et le Vietnam sont également dans ce groupe, malgré une évolution en 2021. Le Maroc reste ferme et interdit toutes les cryptomonnaies, mais certains tentent sur le territoire de les utiliser pour des transactions. Le Vietnam suit ce mouvement, bien qu'il soit enclin à autoriser une cryptomonnaie plus "gouvernementale".

Le second groupe que l'on pourrait appeler le groupe en transition est composé de la Russie. Là où le scepticisme était de rigueur en 2014, la situation a évolué vers une transition sous l'impulsion de Vladimir Poutine qui voit dans les cryptomonnaies, un moyen de passer l'obstacle ou plutôt d'éviter l'obstacle des sanctions économiques prises à l'encontre de son pays. Ainsi, son ministre des finances a publié une loi en 2018 permettant un cadrage juridique des ICO et du minage des cryptomonnaies. En appui, le ministre de la communication a régulé les ICO en y appliquant les conditions suivantes : les organisateurs doivent être titulaires d'un compte bancaire russe pour la transmission des fonds collectés lors de l'ICO ; l'émission de *tokens* serait appuyée en roubles uniquement et un capital social de 100 millions de roubles minimum est requis. Ces règles doivent éviter une délocalisation des investisseurs russes, tout en permettant au pays sa souveraineté. Pour les Etats-Unis, les cryptomonnaies sont considérées comme des marchandises et sont donc régies par la juridiction applicable aux "*commodities*" (cf. La fiscalité des cryptomonnaies). Cependant, certains Etats comme le Colorado, veulent "surfer" sur les cryptomonnaies et optimiser leurs utilisations. La France fait aussi partie de ce groupe, bien que la forte volatilité des cours représente le spectre d'une nouvelle bulle financière. Sensible aux événements extérieurs, les cryptomonnaies sont les actifs numériques dont les cours sont difficilement compréhensibles. Début 2011, le bitcoin atteignit pour la première fois les 1000 dollars, tandis qu'il est monté jusqu'à 17 000 dollars en 2017. La fermeture de plateforme telle que Mt.Gox (première plateforme de cryptomonnaie il y a quelques années), a provoqué une chute du cours de 50% alors que

l'interdiction officielle par la Chine a fait chuté le cours de 40% en 2017. Cependant, selon le Fond Monétaire International (FMI) et la Banque Centrale Européenne (BCE), les cryptomonnaies demeurent un marché jugé étroit et sans risque de déstabilisation financière expliqué par l'absence de corrélation entre elles et les actifs financiers. Cela n'empêche pas la France d'essayer d'approcher les cryptomonnaies par une régulation adéquate, qui permettront d'en retirer les avantages.

Le dernier groupe est le groupe pionnier. Composé en premier par la Suisse, toujours très attractive et désireuse sur les thématiques financières, notamment dans le but d'attirer des entrepreneurs et start-up qui souhaite s'appuyer sur la blockchain et les cryptomonnaies. Ainsi, ce sont des cabinets de conseils qui jouent le rôle de démarcheur pour attirer les "futurs talents" de la "crypto-discipline" en Suisse.

D'autres pays peuvent être classés dans l'un des trois groupes vus. Cependant, il nous paraît judicieux dans le cadre de cet article d'approcher les autres pays dans un quatrième groupe distinct.

2.3 La cryptomonnaie gouvernementale, une autre catégorie de cryptomonnaie émerge

Ce groupe qui ne fait pas partie des rapports d'informations sur les cryptomonnaies n'est pas à négliger. Aujourd'hui et depuis leur création, les cryptomonnaies s'appuient sur une émancipation totale des gouvernements et autres représentants. Seulement, les gouvernements de certains pays souhaitent démocratiser les cryptomonnaies en créant la leur, qui sera comme les devises officielles, régulées et contrôlées. De ce fait, nous sommes devant l'émergence de nouvelles cryptomonnaies que l'on peut appeler des cryptomonnaies gouvernementales. Dans ce groupe nous retrouvons plusieurs pays qui à l'origine étaient soit réfractaires, soit d'accords avec elles mais sous certaines conditions.

En tête de ce nouveau groupe, nous retrouvons la Chine que nous aurions pu citer dans le groupe des réfractaires. Grande puissance mondiale qui ne souhaite en aucun cas l'émergence des cryptomonnaies sur le territoire. Les principaux arguments se basent sur l'absence d'une autorité compétente pouvant réguler les activités en lien avec les cryptomonnaies, mais aussi établir une surveillance pour repousser les actes frauduleux. Sous ces arguments, la Chine redessine la définition de la cryptomonnaie en créant la première cryptomonnaie gouvernementale adossée au yuan et appelée yuan numérique. L'objectif est d'en contrôler l'émission et d'empêcher toute transaction avec les cryptomonnaies. Pour cela, le gouvernement chinois a interdit toute détention et usage des cryptomonnaies que cela soit par l'intermédiaire des établissements de crédits et assurances, mais aussi *via* ICO pour éviter "la fuite des capitaux". Le Vietnam est aussi

hostile aux cryptomonnaies, mais tout comme la Chine, voit un potentiel financier et économique intéressant. Par conséquent, le Vietnam réfléchit et souhaite s'essayer à l'implémentation d'une cryptomonnaie contrôlée par une autorité compétente vietnamienne.

Le Japon, depuis 2017 a reconnu le bitcoin comme moyen de paiement officiel. Des suites de cette décision, environ un tiers des transactions mondiales de bitcoin étaient en yen. Bien que légalement utilisé, le bitcoin est cadré par la *Japan Financial Services Agency* (JFSA). Par conséquent, le bitcoin au Japon n'est plus décentralisé comme son origine le veut.

Des suites de restrictions financières très fortes sur sa monnaie par les Etats-Unis, Le Venezuela décide de se lancer dans la création de sa propre cryptomonnaie appelé le Petro car indexé sur le prix du baril de pétrole.

L'Estonie suit le même modèle en créer sa propre cryptomonnaie sous forme de *tokens*. Suite à une communication négative de la Banque Centrale Européenne, l'Estonie précise que ça ne sera que pour lever des fonds.

A ce titre, nous sommes face à une perte de ce pourquoi les cryptomonnaies ont été créées. Il paraît clair que dans la quête de légitimité des cryptomonnaies à être considérées comme une monnaie légale, nous devons évoquer l'aspect juridique et fiscal.

III - La fiscalité des cryptomonnaies : le cas français, américain et britannique

3.1 Les cryptomonnaies, une lisibilité juridique limitée

Actuellement, il existe de nombreux désaccords dans le monde concernant la légitimité des cryptomonnaies à être des monnaies légales. Face à leurs émergences, les institutions mondiales se réfèrent à l'approche économique traditionnelle des monnaies. En ce sens, une monnaie doit respecter les principes d'unités de compte, d'intermédiaire des échanges et de réserve de valeur. A l'heure actuelle, bien que certaines se démocratisent, il est assez évident de l'exclure des deux premières conditions à cause de la volatilité, des coûts de transactions et de la scalabilité qu'elles engendrent. Concernant la réserve de valeur, c'est un point discutable car une partie de celle-ci repose sur un aspect psychologique propre à chacun et basé sur la confiance des partisans. Sur ce point, c'est le bitcoin qui s'en sort avec mention. Malgré cela, elles restent une réserve de valeur frappée par l'instabilité du cours des cryptomonnaies. Si l'on parle du bitcoin, sa réserve de valeur est réelle mais ne permet pas à cause de sa variation, d'acheter les mêmes biens et services à tout instant. C'est en ce point que les cryptomonnaies sont en stricte opposition avec la

monnaie légale. Si l'on se réfère à l'économie traditionnelle, les cryptomonnaies ne sont donc pas des monnaies.

De plus, comme expliqué par le rapporteur, les cryptomonnaies ne sont pas des actifs financiers au même titre que des actions, des obligations ou des valeurs mobilières car elles ne sont pas centralisées autour d'une entité. De ce fait, il est nécessaire de traiter du cadre juridique pays par pays et de la fiscalité qui sera une conséquence du cadre juridique mis en place.

3.2 De méfiance à transition, la position juridique et fiscale de la France face aux cryptomonnaies

La France a tout pour devenir une des places fortes des cryptomonnaies, avec un écosystème en perpétuel développement sur le sujet. Avant 2020, la France n'était pas totalement réfractaire aux cryptomonnaies mais elle multipliait plutôt les avertissements à leurs égards. Trop forte instabilité dans le temps, refuge pour de multiples actes frauduleux, ce sont les avertissements donnés dans le rapport Landeau (2018) qui étaient les principaux freins à son adoption. Cependant, un premier pas majeur a été réalisé par l'Assemblée nationale en 2019. La loi PACTE est une loi votée qui permet aux cryptomonnaies d'être considérées comme actifs numériques³. Les ICOs sont également concernées par cette régulation. Ainsi, pour renforcer la lutte contre tous les actes frauduleux, tous acteurs, comprenant les investisseurs physiques (individus) ou morales (entreprises) des cryptomonnaies devront obligatoirement être enregistrés auprès de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers). Point important, les comptes anonymes, que l'on peut par exemple activer sous certaines cryptomonnaies (Dash) ne sont pas autorisés si ce sont des échanges inter-cryptos (Bitcoin contre le Dash par exemple). Un an plus tard, des suites d'une décision du Tribunal de Nanterre en 2020, les cryptomonnaies, plus précisément Bitcoin fût reconnu comme un actif incorporel fongible, soit l'équivalent de l'euro. Son acceptation d'un point de vue juridique engendre la question de la fiscalité pour ses adeptes.

La fiscalité des cryptomonnaies s'est montrée difficile à établir. Dans un premier temps, il faut distinguer le type d'activité avant de pouvoir statuer sur ce qui en découle. Si c'est une activité jugée habituelle, les plus-values de cessions d'actifs numériques sont imposées sous le régime des bénéfices industriels et commerciaux (BIC). S'il s'agit d'une activité jugée occasionnelle, l'imposition relève du régime des bénéfices non commerciaux (BNC). De ce fait, si l'activité engendre une cession d'actifs numériques, l'individu sera exonéré

³ Toute représentation numérique d'une valeur qui n'est pas émise ou garantie par une banque centrale ou une autorité publique, qui n'est pas nécessairement attachée à une monnaie légale et qui ne possède pas le statut juridique d'une monnaie, mais qui est acceptée comme un moyen d'échange et qui peut être transférée, stockée ou échangée électroniquement (ex : Bitcoin, Litecoin, Ripple...)

d'impôts si les plus-values n'excèdent pas 305 euros sur l'année jugée. Dans le cas contraire, les gains seront soumis à un taux global d'imposition de 30%. L'idée sous-jacente était de garder une attraction envers la population, du fait qu'à l'origine, le bitcoin était jugé dans la catégorie des biens meubles incorporels, ce qui le plaçait sous un taux de 36,2%, soit 19% selon l'article 200 B⁴ du code général des impôts et 17,2% de prélèvement sociaux. La mise en place de ce régime était un premier indicateur de la volonté du gouvernement de rentrer les cryptomonnaies dans les usages et coutumes économiques du pays. Seulement, les notions d'activités habituelles et occasionnelles étaient floues et ne permettaient pas aux contribuables de facilement s'identifier à l'une des catégories. L'absence de cours officiel et la forte volatilité des cryptomonnaies rendaient le calcul de plus-value complexe.

Pour éviter la complexité d'application des termes "habituelles et occasionnelles", soulignons un point important. Le rapport a étudié la possibilité de se placer dans le cadre du régime dit "*cash-in/cash-out*". En cas d'échange entre cryptomonnaies, c'est-à-dire obtenir l'équivalent d'un bitcoin contre le nombre d'ether par exemple, l'impôt est exonéré. Concernant les prix d'acquisitions et de cessions d'un bien ou service, le paiement est accepté par cryptomonnaie, encourageant son utilisation comme moyen de paiement. Autre solution, celle de classer les cryptomonnaies dans le régime des métaux précieux. Le traitement de l'opération si le contribuable communique le prix d'acquisition du bien ou service change également l'imposition. En cas de déclaration, l'impôt sera de 11,5% contre 30% si non déclaré. Ce point montre une disparité dans l'approche à retenir, du fait notamment que selon le régime, l'imposition à prendre en compte change la situation des contribuables.

Nous voyons comme une évidence toute la difficulté de classement des cryptomonnaies dans un régime fiscal précis. Certains paraissent plus avantageux que d'autres même si il existe un flou général quel que soit le régime adopté. A l'heure actuelle, les régimes à prendre en compte sont celui du BIC et BNC qui offrent une lecture plus classique de la fiscalité, bien que les notions d'activités habituelles ou occasionnelles restent floues pour les contribuables. Pour aller plus loin, il convient de suivre le rapport d'informations de l'Assemblée Nationale qui évoque plus en détail les différents points explicités ci-dessus. Ici, nous sommes dans une approche plus généraliste qui permet de fonder des bases solides pour tous.

3.3 La fiscalité américaine, la plus complexe et particulière

Aux Etats-Unis, la fiscalité semble être la plus complexe à comprendre et à appliquer, cause évidente de la juridiction hétérogène des 50 Etats.

⁴ https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000030061684/

Il faut se référer à la notice de *L'Internal Revenue Service (IRS)*, classant les cryptomonnaies comme "*property*"⁵, un hybride entre la propriété immobilière et mobilière traduisant le gain en capitaux, notion juridique inexistante en France. La fiscalité qui s'applique sera celle sur les plus-values après une année de détention. En cas de revenus inférieur à 39 375 dollars, le contribuable sera exonéré d'impôt. Il sera en revanche taxé à hauteur de 15% si les revenus déclarés se situent entre 39 376 et 434 550 dollars. Les revenus supérieurs à 434 550 dollars seront taxés à hauteur de 20%. Cas particulier, si la plus-value est réalisée sur moins d'un an, le taux sera alors unique et de 25%.

Suite à la présidence de Joe Biden (2021), les cryptomonnaies risquent de connaître un autre bouleversement juridique et fiscal. En cas d'acceptation de sa réforme fiscale, les cryptomonnaies devront être déclarées dans les revenus si elles rapportent plus de 10 000 dollars sur l'année exercée. Face à leurs croissances symbolisées par une capitalisation boursière en augmentation constante et à un nombre d'échange très important, l'IRS en charge des impôts voit son champ d'action s'accroître. L'IRS devra contrôler la conformité des contribuables en ayant accès à l'ensemble des informations liées à l'achat ou vente de cryptomonnaies. C'est une position forte adoptée par le gouvernement américain tant elle prend en défaut l'idée de décentralisation. Conséquence directe de cette décision, l'ensemble du secteur cryptomonnaie pense que cette approche est une violation de la vie privée des utilisateurs créateurs de cryptomonnaies. Quant à la taxation, elle servira à lutter contre l'évasion fiscale des contribuables mais aussi à une relance économique, par le financement du plan d'infrastructure voté par le Sénat à hauteur de 1200 milliards de dollars. L'idée américaine derrière l'imposition est claire, éviter l'exil fiscal tout en se servant des gains des cryptomonnaies comme source de financement.

Seulement, la fiscalité présentée ci-dessus ne caractérise que les plus-values réalisées par une activité sur les plateformes d'échanges (Kraken, Coinbase). Aux Etats-Unis, il existe une fiscalité différente pour ce qu'on appelle les *Futures*. Les Futures sont des contrats à terme, permettant la "livraison" d'un actif selon sa quantité, son échéance et ses paramètres de négociations sur un marché à terme. Dans le cas où l'actif est une cryptomonnaie, ce n'est plus la fiscalité des *properties* qui s'applique mais celle des *commodities* (marchandises). L'imposition qui en découle varie entre 26,8 et 37%, ce qui est nettement supérieur aux régimes des *properties*. Ainsi, il est moins évident de la rentabilité à les garder plutôt qu'à les échanger, ce qui en fait un régime de choix pour les traders. De plus, en tant que *commodities*, la régulation est sous la houlette de l'agence des bourses et du commerce des matières premières (*Commodity Futures Trading Commission*). L'intérêt de les nommer comme marchandise est de permettre son contrôle dans le temps. En effet, la CFTC peut à ce titre contrôler les plateformes d'échanges, vérifier l'identité des propriétaires. Chaque Etat ayant ses propres lois, c'est à New York que l'approche semble différente par la création de "*BitLicense*". Ce système de licence bancaire mis en place par

⁵ <https://www.irs.gov/pub/irs-drop/n-14-21.pdf>

la DFS ou « Department of Financial Services » permet de soumettre les cryptomonnaies à diverses obligations en termes de capital, de protection et transparence auprès des consommateurs, de protection contre les actes frauduleux.

Ces différences de traitement rendent très complexe la définition des cryptomonnaies et l'application fiscale qui suit.

3.4 La fiscalité Britannique, la plus simple à approcher

La fiscalité autour des cryptomonnaies est très détaillée et classifiée. Tout d'abord, nous retrouvons trois catégories de cryptomonnaies : les *exchanges tokens* qui correspondent aux cryptomonnaies utilisées pour les échanges et les paiements (Bitcoin), les « *utility tokens* », les jetons échangeables sur une blockchain dédiée (Ethereum) et les *security tokens*, qui représentent les cryptomonnaies spécialement utilisées pour les ICO et l'investissement d'entreprise.

Bien que simple de compréhension, la législation fiscale britannique est très complète et peut se révéler redondante pour des néophytes. C'est pourquoi, nous allons la simplifier pour qu'elle soit compréhensible de tous. Les particuliers qui réalisent des plus-values sont soumis au même type d'impôts qu'en France. Une partie en prélèvements sociaux (*National Insurance contributions*) et une autre partie en impôt sur le revenu (*Income Tax*). Bien qu'identique, ces deux impôts sont beaucoup plus bas qu'en France et sont fixés au cumul des deux à 10% jusqu'à 34 500 livres sterling et 20% au-delà. Concernant l'exonération d'impôts, la marge est immense au Royaume-Uni. Les particuliers sont exonérés d'impôt si ils se situent en dessous de 11 700 livres sterling, soit environ 13 867 euros contre 305 euros pour la France.

Pour la distinction entre activités habituelles et occasionnelles, là aussi, l'approche est beaucoup plus claire qu'en France. L'activité est jugée habituelle si la personne dispose d'un matériel très sophistiqué et qu'elle réalise régulièrement de nombreux échanges. A ce moment-là, nous parlerons de trader. Si les échanges présentent une irrégularité et sont relevés comme ponctuels, nous parlerons alors d'activité occasionnelle et l'utilisateur sera considéré comme un particulier.

Enfin, pour les mineurs, si les institutions britanniques considèrent une activité de minage comme un hobby, il sera assujéti à l'impôt du régime des particuliers. Ils ne sont pas soumis à la TVA, contrairement aux entreprises qui réalisent des achats ou ventes de biens et services dans le domaine de la cryptographie. De plus, les entreprises restent surveillées par la "*Her Majestys Revenue and Customs*" (HMRC), l'équivalent de la direction générale des impôts en France, lorsqu'il s'agit du maniement des cryptomonnaies, notamment pour surveiller les actes de blanchiment d'argent.

Conclusion

L'article ci-dessus est un bon point de départ à tout public désirant assimiler et comprendre comment sont arrivées les cryptomonnaies, quelles sont ses applications et comment sont-elles vues à l'échelle planétaire. Danger pour certains, bénédiction financière pour d'autres, elles participent activement à la construction économique et financière du monde de demain par les divers bénéfices et applications qu'elles permettent. La disparité de son adoption dans le monde, ses différences de traitements juridiques et fiscales rendent les cryptomonnaies complexes mais saisissantes que cela soit d'un point de vue financier, populaire ou intellectuel.

Du fait de l'étendue de ce sujet et des approches variées que nous pouvons adopter, il est possible d'aller plus loin dans cette étude. Approfondir la fiscalité, évoquer l'importance de la population pour les cryptomonnaies, opter pour une approche beaucoup plus techniques du sujet sont des points qui mériteraient d'être travaillés.

Bibliographies

Loi n°2018-1317 du 28 décembre 2018 de finance 2019, art.41 ([lien hypertexte](#)) [Consulté le 22 octobre 2021]

Fiscalité des crypto-actifs dans les pays étrangers ([lien hypertexte](#)) [Consulté le 21 octobre 2021]

Eric Woerth, Pierre Person (2019), Rapport d'informations relatives aux monnaies virtuelles,

https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/rapports/cion_fin/115b1624_rapport-information.pdf

Où se trouvent les distributeurs de bitcoins ([lien hypertexte](#)) [Consulté le 5 octobre 2021]

LE CADRE REGLEMENTAIRE DES CRYPTO-MONNAIES EN FRANCE ([lien hypertexte](#)) [Consulté le 22 octobre 2021]

Afrique : nouvel eldorado d'arnaques aux crypto-arnaques et du blanchiment d'argent ([lien hypertexte](#)) [Consulté le 7 octobre 2021]

Jean-Pierre Landau (2018), Rapport au ministre de l'Economie et des Finances, https://www.economie.gouv.fr/files/files/2019/Rapport_LandauVF.pdf

OCDE (2020), Fiscalité des monnaies virtuelles : Panorama des traitements fiscaux et des sujets émergents de politique fiscale, OCDE, Paris, www.oecd.org/fr/fiscalite/politiques-fiscales/fiscalite-des-monnaies-virtuelles

La justice clarifie la nature du prêt de bitcoin ([lien hypertexte](#)) [Consulté le 22 octobre 2021]

Loi Pacte : quel cadre juridique pour les crypto-actifs en France ? ([lien hypertexte](#)) [Consulté le 18 octobre 2021]

Etats-Unis : Joe Biden veut intégrer les cryptomonnaies aux déclarations des revenus ([lien hypertexte](#)) [Consulté le 28 octobre 2021]

Qu'est-ce-que l'ethereum ? ([lien hypertexte](#)) [Consulté le 30 septembre 2021]

Qu'est-ce-que Ripple ? ([lien hypertexte](#)) [Consulté le 30 septembre 2021]

Quel régime fiscal s'applique au minage des cryptomonnaies ? ([lien hypertexte](#)) [Consulté le 22 octobre 2021]

Cryptoassets Manual, CRYPTO20000 – Cryptoassets for individuals : contents ([lien hypertexte](#)) [Consulté le 29 octobre 2021]

S'implanter au Japon, section 3. La fiscalité japonaise ([lien hypertexte](#)) [Consulté le 15 octobre 2021]

Etats-Unis : le plan infrastructures vise à percevoir plus d'impôts sur les cryptomonnaies ([lien hypertexte](#)) [Consulté le 28 octobre 2021]

Malgré une dette élephanesque, le Japon s'invente un autre plan de relance à 600 milliards d'euros ([lien hypertexte](#)) [Consulté le 16 octobre 2021]

Nicolas TARNAUD

FRICS. Directeur du MBA Immobilier International, Financia

Chercheur associé, laboratoire Larefi, Université de Bordeaux

Chercheur à Financia Business School.

Le coworking est-il un effet de mode ?

« L'espace de notre vie n'est ni construit, ni infini, ni homogène, ni isotrope. Mais sait-on précisément où il se brise, où il se courbe, où il se déconnecte et il se rassemble ? (...) Le problème n'est pas d'inventer l'espace, encore moins de le réinventer (trop de gens bien intentionnels sont là aujourd'hui pour penser notre environnement...), mais de l'interroger, ou, plus simplement encore, de le lire. » Georges Perec, *Espèces d'espaces*, 1974

Introduction

Dans un monde post-Covid, une nouvelle organisation du travail se met en place, réunissant une pluralité de tiers lieux au sein des métropoles mondiales et des villes intermédiaires. Plus les villes sont grandes et diverses, plus elles constituent des écosystèmes locaux d'innovation avec une concentration de capitaux et de talents. La crise sanitaire s'est invitée dans le débat sociétal et économique à l'échelle mondiale. L'organisation du travail de demain ne ressemblera plus à celle du monde d'avant. Les entreprises ont commencé à s'adapter à un nouveau modèle intégrant les attentes de leurs collaborateurs. *« En avril 2021, 30 % des enquêtés considèrent qu'au bout d'un an, leur espace de travail antérieur ne correspond plus à leurs besoins »*. (Nappi, Le Luyer, 2021). Le travail à distance n'est pas nouveau, mais l'arrivée du numérique et la mondialisation des échanges ont introduit des modifications organisationnelles comme jamais nous l'avions connu durant les vingt dernières années. *« Les mutations globales de l'économie entraînent des répercussions urbaines, périurbaines et rurales sans précédent »*. (Leducq, Ananian, 2019). L'évolution des conditions de travail va introduire de nouvelles formes d'organisation interne (Bobillier Chaumon, Cuvillier, Sarnin, et Vacherand-Revel, 2013). Le travail à distance est une notion encore instable mais évolutive. Cela peut se comprendre par la médiatisation du terme télétravail. D'un point de vue étymologique le préfixe « télé » signifie « à distance ». La tertiarisation de nos économies et les progrès technologiques ont permis à de nombreux métiers et activités de se faire à distance (Morel à l'Huissier et Turbé-Suetens, 2010). Nous ne sommes donc qu'au balbutiement de ce nouveau mode organisationnel de l'entreprise. Les télétravailleurs sont généralement *« Des personnes qui travaillent à temps plein, qui occupent des postes à responsabilités (par exemple, cadres ou encadrants), qui ont un niveau de formation initiale élevé (diplômés du supérieur), d'âge moyen (35-50 ans), plutôt*

des hommes, vivant en zone urbaine, en couple et ayant un ou des enfant(s) » (Vayre, 2019).

Du télétravail au coworking se dessine une nouvelle manière de travailler dans chaque département et chaque entité. La mise en place du coworking dans l'entreprise ou à l'extérieur de celle-ci est néanmoins récente. En effet, le coworking est apparu pour la première fois en 1999 par l'écrivain et game designer américain Bernie de Koven. Le coworking, anglicisme entré dans la langue française, signifie travailler ensemble de manière collaborative dans un même lieu. Cette définition n'intègre pas les bureaux fermés ou cloisonnés, autrefois légion. L'open space dans un premier temps et le flex office⁶ par la suite sont devenus les mots clés des immeubles tertiaires d'hier et d'aujourd'hui. Les chercheurs donnent plusieurs définitions au coworking. Mentionnons certaines d'entre elles définies par Julie Fabbri : « *Un espace de coworking est un espace de travail multi-entreprises adapté à des activités de services, que l'on rejoint dans une optique de partage au-delà du désir de développer un projet individuel* » (Boutillier, Ross, 2021). Par ailleurs, les coworkers ne viennent pas forcément de la même entreprise et n'ont pas le même statut juridique « *Les espaces de coworking sont définis dans la littérature comme des bureaux de travail partagés par des travailleurs (coworkers) n'appartenant pas à la même structure juridique.* » (Basile, 2018). Le coworker peut être un salarié d'une grande entreprise, d'une PME, d'une TPE, d'une association ou un travailleur non salarié (indépendant).

L'espace de coworking est un lieu chaleureux où se retrouvent des travailleurs indépendants souvent isolés qui louent de manière flexible un espace adapté à leur besoin. Il s'accommode des nouvelles technologies avec la finalité d'accéder à des services aux côtés d'autres collaborateurs (Desbois, 2014). Enfin, pour les chercheurs ayant travaillé sur le sujet, « *Un espace de coworking s'appuie sur une communauté de professionnels indépendants, d'entrepreneurs et de petites entreprises qui travaillent les uns à côté des autres en partageant des ressources matérielles et des connaissances. Les coworkers sont unis par une volonté de partager des connaissances, grâce à des interactions formelles et informelles* ». (Boutillier, Ross, 2021). C'est une relation contractuelle entre un coworker et l'entreprise qui met à disposition des locaux et des services moyennant un échange monétaire. « *Les espaces de coworking correspondent à la mise à disposition de lieux de travail partagés contre le paiement d'un loyer* » (Basile, 2018). Dans ces conditions, comment ne pas s'interroger sur l'avenir du coworking. Ce dernier est-il un effet de mode ou va-t-il s'installer progressivement dans ce 21^e siècle ?

Le coworking dans le monde d'hier

Les ateliers d'artistes du 16^{ème} siècle pouvaient également être associés à des espaces de coworking. Ces derniers permettaient aux peintres, tout d'abord, de mettre en commun l'ensemble des frais inhérents à leur activité (le matériel) mais surtout de trouver un local

6 - Le principe du flex office repose sur l'absence de bureau fixe du salarié. Il peut aussi bien s'installer sur un bureau libre que ce soit auprès de son service, ou se mettre avec d'autres salariés de l'entreprise pour favoriser les échanges interservices. Nous trouvons des postes de travail alternant avec des espaces de repos, des box pouvant recevoir trois ou quatre collaborateurs et des bulles téléphoniques.

adapté à leurs besoins. La lumière naturelle sur une grande plage horaire et les grandes hauteurs sous plafond étaient nécessaires. Ces lieux permettaient de réaliser des économies grâce à la mutualisation des coûts. Les artistes pouvaient ainsi se réunir, communiquer et peindre ensemble. Les espaces de coworking ont vu le jour à San Francisco en 2005, ville emblématique de la Silicon Valley avec San Jose. Brad Neuberg équipe des bureaux partagés, avec du Wi-Fi, et des salles de repos. Il sera également le fondateur de la Hat Factory avec Chris Messin. Naîtra également à San Francisco un autre espace, « Spiral Muse » mettant en avant les avantages du bien-être de l'endroit à ses utilisateurs. Un an plus tard, en 2006, à Philadelphie, une communauté indépendante nommée « *Indy Hall* » souhaitait faire évoluer cette ville de la côte Est. Elle s'installe dans les vieux quartiers de cette métropole pour réunir les talents dans d'immenses espaces. Durant la même année, le nombre d'espaces de coworking ne dépassait pas trente dans le monde. En 2009, les espaces partagés atteignent trois cents et en 2016, on en comptabilise environ dix mille. Les nouvelles technologies ont contribué à cette croissance exponentielle en seulement quelques années. Les espaces de coworking commencent à marquer leur empreinte principalement dans les villes-monde pour ensuite se développer dans les capitales régionales et les villes intermédiaires. En 1991, la sociologue et économiste Saskia Sassen définissait la « *global city* » (ville-monde), comme le lieu concentrant les pouvoirs des entreprises et les services indispensables au fonctionnement de l'économie mondialisée. Marie-Vorgan Le Barzic, une des créatrices de l'association Silicon Sentier affirmera au journal Les Échos « *En 2008, Facebook commence à mailler un réseau important et alimente le fantasme que l'on n'a plus besoin de se voir pour échanger. J'avais la conviction inverse, qu'un lieu physique où l'on puisse échanger était essentiel pour innover.* »⁷

Le coût immobilier

L'immobilier a toujours représenté le deuxième coût derrière la masse salariale, quels que soient la taille, le secteur d'activité, la superficie louée et la localisation des locaux de l'entreprise. Dans un contexte de financiarisation de nos économies depuis une vingtaine d'années, les grandes entités ont créé des directions immobilières afin de rationaliser leurs parcs immobiliers. Ces entités sont passées du statut de propriétaire occupant à celui de locataire utilisateur de leurs sièges régionaux et nationaux. Leur stratégie n'était plus la constitution d'un patrimoine immobilier mais de l'arbitrer en devenant utilisateur de ses sièges sociaux. Le montant des loyers de leurs immeubles représente généralement 15% de leur chiffre d'affaires, parfois davantage pour les petites structures. Dans cette stratégie de rationalisation des coûts, les directeurs immobiliers ont mis en place des tableaux de bord et des matrices permettant de réduire le coût annuel immobilier.

Ainsi, « *Un loyer trop élevé présente un risque pour la pérennité de l'entreprise, tandis qu'un bail trop long peut être un frein à sa flexibilité future. A l'inverse, un bail trop court ou un loyer trop éloigné du loyer de marché peut également constituer un frein pour les investisseurs* ».⁸ L'adhésion à un espace partagé permet aux sociétés de maîtriser les coûts

7 - Les Échos. Guillaume Bregeras (7 juillet 2017). Silicon Sentier au cœur de la French Tech

8 - Laurent Aillard. Le sale et leaseback : un levier opérationnel. KPMG. 21 avril 2020.

de fonctionnement en externalisant la fiscalité immobilière, les frais d'assurance, de parking, d'intendance, d'abonnements internet, de nettoyage, de sécurité, etc. Le niveau tarification varie en fonction des services offerts et de la localisation du site. Chaque réseau de coworking se distingue par les prestations et les services fournis « *Les espaces de coworking se différencient les uns des autres selon leur taille, leur statut, leurs tarifs, leur degré de spécialisation sectorielle, leurs services, leur animation, leur ouverture à l'extérieur, etc.* » (Basile, 2018)

Start-up et bail commercial

La loi régissant le bail commercial est particulièrement exigeante pour le preneur. En effet, le bail commercial repose sur le principe du fameux 3/6/9 ans. Le locataire et le bailleur concluent généralement un bail d'une durée de neuf années avec une possibilité de sortie pour le locataire tous les trois ans. Néanmoins, un immeuble neuf avec toutes les certifications (HQE, Breeam, Leed) bien localisé, exige du preneur un engagement ferme minimum de neuf ans voire de douze ans dans certains cas. Par ailleurs, il n'existe aucune indemnité d'éviction commerciale lorsque le bailleur souhaite récupérer ses locaux à l'issue de la fin du bail, comme c'est notamment le cas pour des commerçants qui bénéficient de la « propriété commerciale ». Aussi, avant d'emménager dans les locaux d'un immeuble de bureau, le propriétaire peut exiger de son future locataire qu'il dépose sur un compte bancaire six mois à un an de loyer. Le montant n'est pas limitatif et demeure négociable avant la conclusion du bail. En cas de retard de paiement du loyer, le bailleur à la faculté d'utiliser cette garantie à première demande (GPD) à tout moment sans passer par la voie judiciaire.

Le coworking dans le monde d'aujourd'hui

La pluralité des technologies, la tertiarisation de l'économie et la dématérialisation des processus a rendu possible l'exercice de nombreux métiers et activités à distance (Morel à l'Huissier et Turbé-Suetens, 2010). De plus en plus d'entreprises du CAC40 ou du S&P 500 délocalisent une partie de leurs équipes avides d'espaces de coworking au sein d'immeubles qu'il loue ou chez un opérateur. Ces multinationales qui s'installent dans ces bureaux flexibles louent en moyenne une trentaine de postes de travail pour un bail de deux ou trois ans. Il s'agit de grandes structures devant faire face à davantage d'activités ou souhaitant héberger des équipes désirant travailler en mode projet. Par ailleurs, cette mutation immobilière ne s'est pas réalisée intégralement au profit du bureau traditionnel puisque ces entités ont généralement conservé leur siège social, véritable marqueur de l'entreprise. C'est d'autant plus vrai lorsque le siège se trouve à une adresse recherchée du quartier central des affaires (QCA) à Paris. La conservation du siège social permet d'accueillir ses partenaires nationaux et internationaux dans son immeuble. Dans ces conditions, le système de coworking est particulièrement adapté pour une catégorie de salariés de multinationales : les commerciaux. Nomades par définition, ils peuvent ainsi

parcourir la France, l'Europe et même le monde⁹ tout en pouvant travailler dans des espaces de coworking avec un même abonnement. La dématérialisation et le nomadisme ne signifient pour autant pas la disparition de l'espace de travail. Cette flexibilité de l'occupation de mètres tertiaires n'a plus de frontière dans le monde d'aujourd'hui. Elle répond aux besoins des grandes entreprises comme des nouvelles structures en pleine croissance. *« La flexibilité, la créativité, la mobilité, la liberté, la concurrence, le réseau et l'incertitude sont les mots-clés de ce fonctionnement qui place les travailleurs dans un système d'interdépendance évolutif ».* (Basile, 2018)

Le marché

La France dénombre trente acteurs dont les principaux sont Wework, Wojo (ex Nextdoor), Régus (ex IWG), Kwerk, Wellio, Knotel, Le Spot, Blue Office, Morning, Multiburo, Buro Club, Deskeo, Startway. Selon Evolis, *« Ces 30 Coworkers présentent, au 1er trimestre 2021, un parc de bureaux de 668 700 m² en Île-de-France. 44 % des m² sont situés sur le Quartier central des affaires (QCA) et 27 % sur le reste de la capitale. Les Hauts-de-Seine et le reste de la région francilienne totalisent 190 300 m². »*¹⁰ Le coworking s'est considérablement développée à l'intérieur des métropoles comme wework avec ses 18 sites au cœur de Paris. La périphérie n'a pas été oubliée. En effet, l'opérateur américain envisage d'ouvrir un site dans le quartier d'affaires de la Défense à proximité de pôles tertiaires et facilement accessible. Essentiellement un marché de niche à l'origine, le coworking est devenu en quelques années un acteur non négligeable du marché immobilier dans les grandes métropoles mondiales. Le secteur s'est industrialisé et a vu émerger de nouveaux opérateurs français et étrangers. Nous observons aujourd'hui deux types d'opérateurs. Parmi les acteurs internationaux nous trouvons IWG, WeWork, Deskeo- Knotel, Welkin & Meraki). Parmi les opérateurs nationaux, nous avons The Bureau, Deskopolitan, Weréso, Wojo, Wellio, Secondesk, Morning Coworking, Kwerk, Startway et Anti Café. Nous assisterons dans l'avenir à des fusions entre les acteurs d'un secteur de plus en plus compétitif. Cette stratégie leur permettra d'atteindre une taille critique face au géant américain wework.

Les tiers-lieux

Tiers-lieux vient de l'anglais « The Third Place » faisant référence aux environnements sociaux par opposition au lieu de travail et au domicile. Selon le ministère de la cohésion des territoires et des relations avec les collectivités territoriales, un tiers-lieu se définit ainsi : *« Les tiers-lieux sont des espaces physiques pour faire ensemble : coworking, microfolie, campus connecté, atelier partagé, fablab, garage solidaire, social place, makerspace, friche culturelle, maison de services au public... Les tiers- lieux sont les nouveaux lieux du lien social, de l'émancipation et des initiatives collectives. Ils se sont développés grâce au déploiement du numérique partout sur le territoire. Chaque lieu a sa spécificité, son fonctionnement, son mode de financement, sa communauté. Mais tous permettent les*

9 - wework dispose de plus de 800 sites dans le monde.

10 - Evolis. Le baromètre du coworking en Ile-de-France. (2021, 1er trimestre).

*rencontres informelles, les interactions sociales, favorisent la créativité et les projets collectifs. En résumé, dans les tiers-lieux, on crée, on forme, on apprend, on fait ensemble, on fabrique, on participe, on crée du lien social... ».*¹¹ Les tiers-lieux ne datent pas d'hier. Au 18^e siècle certaines populations se rencontraient régulièrement moyennant le paiement d'une adhésion. *« Déjà au XVIII^e siècle, des personnes se rencontraient dans des cafés, des clubs, des salons, des sociétés savantes, des académies régionales, y refaisaient le monde et élaboraient les idéaux révolutionnaires qu'elles contribuaient à diffuser. Elles appartenaient à la même société, en étaient membres et versaient une cotisation. »* (Paquot 2021)

Les coworkers ont la faculté de partager les problèmes rencontrés dans leur projet et action professionnelle, en échangeant avec d'autres entrepreneurs qui peuvent être dans des situations similaires. Les expériences des uns peuvent ainsi profiter aux autres de manière réelle et non virtuelle. La crise que nous vivons a fait ressortir que les urbains ne voulaient plus passer autant de temps pour se rendre sur leur lieu de travail. Le Forum Vies Mobiles¹² a mené une étude du 3 au 8 avril 2020 auprès d'un échantillon de 1 500 personnes représentatif de la population de France métropolitaine âgée de 18 à 75 ans. Ainsi, les résultats ont fait ressortir que deux-tiers des Franciliens veulent réduire leur temps de transport. Un sur deux aimerait même travailler à moins de quinze minutes de son domicile, un tiers souhaitant pouvoir rejoindre leur lieu de travail à pied ou travailler à domicile. La crise a fait prendre conscience que l'on ne pouvait plus négliger le temps de transport et sa pénibilité. *« De nombreux salariés expriment la demande d'une meilleure partition entre leurs espaces de vie et de travail et le souhait de conserver un rythme permettant de réduire les déplacements pendulaires. Les tiers-lieux pourraient à ce titre représenter une alternative ».* (Nappi, Le Luyer, 2021). Le sociologue Ray Oldenburg dans son ouvrage *The Great Good Place* décrit une Amérique où l'Américain ne connaît que sa maison et l'endroit où il travaille.

Ces lieux sont des cafés, des salons de coiffure, des bibliothèques et des librairies, des jardins partagés, des ateliers de réparation, etc. Des lieux qui permettent en plus de leur apport, de se rencontrer de manière spontanée, imprévue et agréable. (Paquot 2021). Ce que George Simmel¹³ nomme la « sociabilité » est le lieu où les gens se réunissent sans autre but, que la « joie » d'être ensemble (Burret 2021). D'un point de vue sociologique, les tiers-lieux permettent aux consommateurs de s'identifier au lieu et à la marque. La chaîne Starbucks n'a-t-elle pas construit son modèle sur la liberté de travailler, de lire, d'échanger, et de prendre un café. La société américaine de conseil Gartner publie un rapport en 2018 sur les Tendances de consommation, la politisation des tiers- lieux.¹⁴ *« Les marques ne peuvent pas rester sur la touche. Les espaces publics et les entreprises sont les derniers remparts contre les divisions de la société. Elles doivent afficher leur valeur car*

11 - Ministère de la cohésion des territoires et des relations avec les collectivités territoriales, (31 août 2021). Définition de tiers lieux

12 - Think tank de la mobilité, soutenu par SNCF.

¹³ - George Simmel. Études sur les formes de la socialisation, (première édition originale de 1908), PUF, pp. 81-161.

14 - Gartner, Research Team, Consumer Insight: The Politicized Third Place, 2018.

les consommateurs apportent avec eux les tensions et les divisions de la société dans les endroits où ils dépensent leur temps et leur argent. Ils ont le sentiment que leurs croyances en matière de race, de sexe et d'idéologie peuvent être la source de conflits avec les autres. Ils préfèrent les tiers-lieux fréquentés par des personnes avec les mêmes intentions et la même idéologie ». Les gens se retrouvent finalement dans des tiers-lieux qui les ressemblent. Certains espaces de travail collaboratif ont été élaborés avec la finalité de créer une communauté d'appartenance comme wework ou kwerk. Le rapport publié par France Tiers-Lieux le 27 août 2021 fait état de 1 800 tiers-lieux en France en 2018, 2 500 en 2021 et probablement 3 500 à la fin 2022.

Wework un leader mondial dans le coworking

Fondé en 2010, le co-fondateur de wework (ex-The We Company) a été un précurseur du coworking dans le monde d'aujourd'hui. Lorsqu'on visite ces lieux, on se rend compte que les bureaux sont agréables et l'ambiance chaleureuse. L'utilisateur n'a pas l'impression d'être dans un environnement tertiaire classique. Ces lieux propices aux rencontres, proposent des machines à café à chaque étage, sont loués à la fois à des start-ups et des grands groupes. Ce n'est pas pour rien que l'opérateur a mis en place très tôt des after work où les membres peuvent se retrouver et communiquer en fin de journée. Wework n'a pas révolutionné le monde du coworking mais a créé une marque et une communauté mondiale. Les bâtiments loués ne lui appartiennent pas, comme les voitures pour Uber. On est dans l'économie du partage et de l'intermédiation. Il loue ses immeubles sur de longues durées aux meilleurs emplacements et facture à ses membres des prestations de service. Il contourne ainsi légalement le règlement de la sous-location, souvent interdite dans la plupart des pays industrialisés. Les clients de la société américaine ont changé ces dernières années. Les grands comptes plus solvables et moins instables que les indépendants représentent plus de 50% de leurs clients alors qu'ils dépassaient à peine 25% en 2018. Wework ne choisit pas ses immeubles par hasard. La foncière SFL et wework France ont signé un bail ferme de 12 ans en décembre 2017, sur une surface de 3 400 m² sur l'immeuble emblématique du 92 Champs-Élysées très lourdement restructuré en 2012. Cet emplacement dans le triangle d'or confirmant ainsi son positionnement dans le haut de gamme du marché immobilier parisien. Ces localisations « prime » permettent à wework de séduire les multinationales pour louer des étages entiers à leurs collaborateurs.

Le coworking dans le monde de demain

Les espaces de coworking proposent un service permettant aux coworkers de ne venir qu'avec leur ordinateur portable. Ces lieux ont aussi été pensés et désignés pour rendre l'environnement de travail agréable et stimulant. Le recours à un espace de coworking évite toutes les conséquences du travail à domicile avec l'isolement et les difficultés à séparer vie privée et professionnelle. Les nouvelles générations sont de plus en plus mobiles et utilisent les outils technologiques. Infidèles au cadre institutionnel, ils apprécient le changement dans leur quotidien. Travailler, évoluer, développer leur réseau dans un espace

de coworking correspond de plus en plus à leurs attentes. Les opérateurs l'ont parfaitement compris.

Comme l'explique Joëlle Brunet-Labbez dans un article sur un site spécialisé dans les ressources humaines « *La mobilité géographique n'a pas toujours été, pour les Français, une condition de l'intégration et de la réussite personnelle ou professionnelle. Encore moins un signe. Aussi, les générations âgées ne comprennent pas toujours ce désir d'ailleurs. En fait, les jeunes diplômés sont de loin la population la plus concernée par un changement de région au cours des premières années de vie active. Mobilité géographique ou professionnelle interne ou externe, même lorsqu'ils sont à priori installés dans l'emploi, marquent des débuts de parcours professionnels plus mobiles que l'ensemble des actifs. D'après l'INSEE, au cours de leur quatrième ou cinquième année de vie active, près d'un tiers change d'entreprise. Par ailleurs, un quart effectue une mobilité interne. Ils changent d'activité, de profession. Leur rémunération augmente, soit en demeurant chez le même employeur, soit en passant dans une autre entreprise. Interne ou externe, ces deux types de mobilité sont souvent des stratégies de correction de trajectoires ou de tentatives pour relancer leur vie dans une nouvelle direction.* ». Les générations Y et Z sont des publics hyperconnectés et ne veulent plus reproduire le même schéma que leur parent dans l'entreprise et à l'extérieur de celle-ci. À l'inverse de leurs aînés qui s'accommodaient d'endroits impersonnels, froids et utilitaires, les millennials cherchent des espaces inspirants, capables de proposer une expérience fluide et décroisée. Chaque millénial veut se sentir utile pour l'entreprise dans les missions qui lui sont confiées au quotidien. Il ne veut plus travailler dans un lieu fixe et limité. Les générations Y et Z ont considérablement fait évoluer les méthodes de travail avec la généralisation des outils permettant de se connecter et d'échanger à n'importe quel endroit. Les jeunes entreprises (start-ups) auront de plus en plus recours dans l'avenir à ces espaces en raison d'une plus faible immobilisation en trésorerie dans cette option et de la flexibilité offerte par ces tiers-lieux. En effet, pour répondre à des taux de croissance élevé ou faible, elles peuvent augmenter ou baisser le nombre d'abonnements selon le nombre d'embauches ou de débauches prévu à cet effet. L'immeuble de bureau de demain empruntera de plus en plus les codes de l'hôtellerie et du commerce pour en faire de véritables lieux de vie. Ainsi, des réunions informelles se déroulent sur des toits-terrasse ou dans des salons conviviaux lumineux. En effet, comme l'affirme Jean-Frédéric Henry, président d'Altarea Entreprise Studio, la cellule de veille et de réflexion sur les tendances des usages du bureau de Cogedim « *Avant le Covid, on avait pour habitude de dire qu'il fallait être au bureau comme à la maison. Aujourd'hui, le bureau doit apporter un niveau de confort et des conditions de travail que les salariés ne peuvent trouver chez eux* ». ¹⁵ L'immeuble de bureau ne pourra plus reproduire le modèle qui l'a fait vivre depuis plusieurs décennies. « *Les symboles immobiliers des cinquante dernières années (le bureau haussmannien, la tour, le paquebot parisien, le campus) ont tous montré des faiblesses dans leur capacité à s'adapter aux évolutions des marchés et de la société* ». (Nappi, Le Luyer, 2021). Dans le monde de demain, nous trouverons des espaces de coworking proposant un simple espace

15 - Eugénie Deloire. Comment le Covid a bouleversé l'immobilier. Les Echos. 15 septembre 2021.

de travail et un lieu pour communiquer et se restaurer. D'autres opérateurs iront plus loin pour attirer et conserver une clientèle exigeante en termes d'offres et de services complémentaires comme des conférences, des séminaires, intranet, restauration bio, une salle de sport haut de gamme. (Mellard, Parmentier, 2020).

Le corpworking une alternative au coworking

Contraction des termes corporate et coworking, le corpworking est un modèle de coworking appliqué au sein de l'entreprise. Celle-ci va mettre à disposition de ses collaborateurs des espaces de travail partagés et collaboratifs afin de se différencier du bureau classique. Cette solution alternative au coworking traditionnel permet aux salariés de différents services de se retrouver dans un espace propice aux échanges dans le cadre de projet. Les salariés se retrouvent donc dans un espace moins formel que le bureau pour travailler sur des projets inter-service, voire inter-entreprises. Le corpworking permet par ailleurs d'optimiser les charges immobilières car la société peut très bien ouvrir son espace à des salariés tierces, qu'ils soient partenaires ou complètement étrangers à la structure. En outre, le corpworking est synonyme d'une nouvelle expérience utilisateur.

De plus en plus d'entreprises comme L'Oréal¹⁶ ou Orange¹⁷ utilisent le corpworking afin de limiter le coût de l'immobilier et d'attirer de nouveaux talents en leur proposant un nouvel environnement de travail. Des talents de plus en plus exigeants, volatiles et infidèles au monde de l'entreprise. On ne rentre plus dans celle-ci pour y rester durablement et y faire carrière comme leurs aînés. Ainsi, les employés de la Silicon Valley en Californie restent en moyenne deux ans dans leur entreprise. Il n'est donc pas surprenant que de plus en plus d'entités mettent en place des espaces de coworking au sein de leur structure. « *La question de l'impact de ces espaces sur la créativité des coworkers est d'autant plus importante que de plus en plus d'entreprises envisagent d'envoyer leurs salariés dans ces espaces ou de créer des espaces internes de coworking [...] Toutefois l'aménagement de l'espace seul ne suffit pas. En effet, c'est également la possibilité de travailler avec des collègues sans liens hiérarchiques directs, d'utiliser leurs compétences pour aider les autres sans contrepartie et de s'insérer dans une communauté sans y être forcé qui semble favoriser la créativité dans ces lieux* ». (Mellard, Parmentier, 2020)

Conclusion

La crise sanitaire a considérablement modifié la vision du travail pour des millions d'employés et d'indépendants français. Le développement du coworking s'en est trouvé particulièrement bousculé, pour donner suite à la fermeture des bureaux et des multiples contraintes liées aux règles de distanciation physique. Selon Philippe Morel, CEO chez My Dynamic Workplace, le coût annuel de l'immobilier correspondant à l'espace utilisé par un salarié représente environ 14 000 euros pour une entreprise localisée en Ile-de-France. Selon cet expert, 25 % des surfaces de bureaux sont inutilisées par les locataires en

¹⁶ - Business Immo. L'ambitieuse feuille de route immobilière de L'Oréal. 6 décembre 2018

¹⁷ - Le Monde - Le Corpo-Working, l'espace de travail de demain ? 14 juin 2017.

conséquence de la dématérialisation (la numérisation des documents permet de ne plus avoir besoin d'espaces d'archives) et de la configuration de l'immeuble. Le modèle du bureau classique aura particulièrement souffert avec la crise sanitaire en raison des coûts immobiliers et des durées incompressibles qu'engendre le bail commercial. Il n'est donc pas surprenant que de plus en plus d'entreprises aient commencé à se désengager de leur immeuble au profit d'une organisation hybride, souple et modulable. La réduction de mètres carrés n'entraîne pas systématiquement une baisse de coûts dans le cas d'un nouveau siège social. En effet, lorsqu'elles se réimplantent au centre-ville, plus près des infrastructures de transport et des services, la valeur locative reste plus élevée qu'en périphérie. Le passage au télétravail et à la location d'espace de coworking permet d'atténuer les coûts financiers et immobiliers, des contraintes qui n'ont pas disparu avec la crise sanitaire. Les espaces de coworking ont vu le jour dans les grandes métropoles. Ils se multiplieront de plus en plus dans les petites communes et les villes intermédiaires. *« Lorsque la pratique du coworking est physiquement matérialisée dans un local du centre-ville d'une ville moyenne, cela permet d'instaurer de la durabilité en offrant des espaces abordables pour les futurs entrepreneurs et les protège d'une éventuelle gentrification tout en réutilisant les espaces délaissés. »* (Leducq, Ananian, 2019). Par ailleurs, les indépendants aux ressources irrégulières se retrouvent dans ce mode de fonctionnement. Ainsi, *« Les espaces de coworking répondent au besoin d'espaces de travail adaptés aux travailleurs indépendants souvent contraints de travailler à domicile du fait de leurs revenus incertains et parfois faibles »* (Basile, 2018). Les nouvelles technologies de l'information et la montée de l'économie de la connaissance depuis une vingtaine d'années ont modifié l'organisation du travail : flexibilité horaire, travail à domicile, augmentation des indépendants et des entrepreneurs. Ainsi, *« Les espaces de coworking offrent de nouveaux espaces de travail aux travailleurs indépendants et télétravailleurs dans lesquels ils peuvent accéder à une nouvelle forme de socialisation et de communauté de travail »*. (Mellard, Parmentier, 2020). Nous ne sommes qu'au début du coworking puisqu'il contribue aux interactions entre les coworkers, aux croisements des connaissances et du savoir, au développement du capital social, à l'émulation individuelle et collective et enfin à la créativité. Le coworking pouvait être un effet de mode il y a une dizaine d'années, aujourd'hui c'est différent. Cette nouvelle organisation du travail se généralise de plus en plus dans le monde. Une généralisation qui n'a pas encore atteint la maturité de ce marché.

Références bibliographiques

- Basile Michel. Émergence de dynamisme entrepreneuriale au sein d'espaces de coworking pour entrepreneurs culturels et créatifs. Lavoisier. « Géographie, économie, société ». 2018/3 Vol. 20. Pages 295 à 317.
- Bobillier Chaumon, M.E, Cuvillier, B., Sarnin P. & Vacherand-Revel, J. Le développement de l'expérience professionnelle des cadres dans un environnement médiatisé. Education Permanente, 197(4), 61-70. 2013.

- Boutillier Sophie, Ross Eve. L’empreinte territoriale du coworking. L’exemple d’une agglomération industrielle en reconversion. Armand Colin. Revue d’Économie Régionale & Urbaine. 2021/3 juin. Pages 497 à 514.
- Burret Antoine. La politisation des tiers-lieux. Association Multitudes. 2021/2 n° 83. Pages 208 à 214.
- Desbois Catherine. Le coworking : un mode de travail né de la crise ? L’exemple de Berlin, Allemagne d’aujourd’hui, vol. 210, no. 4, 100-109, 2014.
- Fabbri Julie. Les espaces de coworking : ni tiers-lieux, ni incubateurs, ni Fab.Labs. Entreprendre & Innover 4 (31) : 8-16. 2016.
- Leducq Divya, Ananian Priscilla. Qu’apporte l’urbanisme à l’étude des espaces de coworking ? Armand Colin. Revue d’Économie Régionale & Urbaine » 2019/5 décembre. Pages 963 à 986.
- Mellard Maxime, Parmentier Guy. La créativité dans les espaces de coworking. Le cas de « la Cordée ». De Boeck Supérieur. « Innovations » 2020/1. N° 61. Pages 67 à 88.
- Nappi Ingrid, Le Luyer Diane. L’avenir du bureau. Alternatives économiques. « L’Économie politique ». 2021/4 N° 92. Pages 54 à 61.
- Oldenburg Ray, The Great Good Place: Cafes, Coffee Shops, Community Centers, Beauty Parlors, General Stores, Bars, Hangouts and How They Get You Through the Day, New York, Paragon House, 1989.
- Paquot Thierry. Éditions Esprit. « Esprit » 2021/11 N° 479. Pages 18 à 19.
- Turbe-Suetens Nicole, À l’Huissier Pierre. Le télétravail en France. Les salariés sont prêts. Pearson. 2010.
- Vayre Émilie. Les incidences du télétravail sur le travailleur dans les domaines professionnel, familiale et social. Presses Universitaires de France. « Le travail humain ». 2019/1. Vol. 82. Pages 1 à 39

Céline MAHINC

Courtier, Conseil en Gestion de patrimoine

Intervenante à Financia Business School

Retour sur l'origine du financement alternatif de l'immobilier : la pierre papier

L'investissement immobilier peut répondre à deux objectifs principaux : se loger à titre personnel ou optimiser son patrimoine grâce à ses placements immobiliers. Dans le cadre de la gestion de son patrimoine privé, l'acquéreur détient directement ou indirectement de l'immobilier. À fin 2018, le marché de l'immobilier d'investissement (toute détention indirecte : SCPI, OPSCI et OPCI, SIIC, investisseurs institutionnels, FIA) en France représente 323.3 milliards €.

La 4ème révolution industrielle que nous vivons, celle de l'intelligence artificielle, de l'impression 3D, du BIM (Building information modeling), de la *blockchain*... métamorphose nos façons de vivre, d'être et de travailler.

L'immobilier est l'un des derniers pans de notre économie à être impacté par l'innovation. Cause de ce retard : la fragmentation du marché. Mais celle-ci semblerait désormais non plus agir comme un frein, mais comme un accélérateur. **Simplifier le marché, le fluidifier apparaissent désormais comme une évidence !** Ainsi, à l'intérieur de ce marché global, nous constatons l'émergence de plus en plus prégnante de nouveaux sous-segments distincts. Ces dernières spécificités vont-elles contraindre les entreprises historiques « *corporate* » à adapter leurs stratégies ?!

Dans ce cadre où **anticipation et flexibilité semblent être les principaux mots d'ordre**, et peut être plus que jamais, les **intérêts des investisseurs particuliers et des investisseurs professionnels de l'immobilier non-coté convergent**. Comment les acteurs historiques vont-ils alors accompagner cette transition ?

Si pour l'heure on constate plus des perspectives prometteuses que de réelles mises en place, il y a pourtant un segment immobilier sur lequel les nouvelles technologies ont déjà fait plus qu'un galop d'essai : celui de la finance ! Et donc de l'immobilier puisque celle-ci s'y intéresse fortement...

Lever des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, dans l'intérêt de ces investisseurs, conformément à une politique d'investissement définie ? C'est précisément la définition des fonds d'investissement alternatifs (FIA) (OPC, Organismes de placement collectif, autres que des OPCVM, organismes de placement collectif en valeurs mobilières). Les FIA regroupent des véhicules d'investissement collectifs, destinés soit à tout public soit à des investisseurs professionnels.

Les FIA sont notamment :

- o Des fonds ouverts aux investisseurs non professionnels : les organismes de placement collectif en immobilier (OPCI) ; les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) ; les FCPR (fonds communs de placement à risque) ; les FCPI (fonds communs de placement dans l'innovation) ;

- o Des fonds ouverts aux investisseurs professionnels : les organismes professionnels de placement collectif immobilier (OPPCI) ; les fonds professionnels de capital investissement (FPCP) ; les fonds professionnels spécialisés (FPS), y compris les sociétés de libre partenariat (SLP).

NB : les fonds ouverts aux investisseurs professionnels (Article 423-49 du RGAMF), de droit français, peuvent être souscrits par : des investisseurs professionnels, des investisseurs dont la souscription initiale est supérieure ou égale à 100 000 euros, Tous autres investisseurs dès lors que la souscription ou l'acquisition est réalisée en leur nom et pour leur compte par un prestataire de services d'investissement dans le cadre d'un service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers.

Mais s'intéresse-t-on à l'immobilier de façon accessoire, faute de mieux ? par fantaisie ? Ou l'immobilier a-t-il de sérieux attraits et atouts pour diversifier et stabiliser les portefeuilles ?

Retour sur l'origine du financement alternatif de l'immobilier, la pierre papier : savoir d'où l'on vient pour comprendre où l'on va.

La « pierre papier » : l'origine du financement alternatif

Orienter l'épargne française vers la bourse...leitmotiv !?

En tout état de cause, c'était la raison, en 1964, de la création des Sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) : investir en actions françaises ; pas d'immobilier. Mais elles ne décollent pas. Les SCPI étaient encore inconnues.

Arrivent alors les premières « Civiles immobilières » et les gigantesques scandales qui ont entouré la naissance des SCPI. Si bien qu'au départ, de franches escroqueries avaient côtoyé les gestions les plus sérieuses, et qu'il avait fallu faire intervenir des réglementations spécifiques pour mettre cette formule à l'abri des tentations indécrites : d'où la loi de 1970 qui a donné naissance aux SCPI (Guy Marty, C'est l'épargne qui a raison : l'aventure des SCPI, secrets et mode d'emploi, Economica).

La pierre papier, néologisme qui devait s'imposer, décrit la détention indirecte d'un ou plusieurs immeubles par le biais de titres de structures (une société) elles-mêmes propriétaires des immeubles. Ces Sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) et les Organismes de placement collectif immobilier (OPCI) **ouvrent ainsi la porte de l'investissement indirect dans l'immobilier** résidentiel, bureaux, commerce, logistique, santé... Au lieu d'acquérir un bien immobilier physique, l'investisseur achète des parts ou des actions de sociétés, qui elles-mêmes acquièrent des immeubles directement ou indirectement afin de les louer. Elles permettent d'investir dans l'immobilier pour un montant d'investissement plus faible que ne le nécessiterait une détention d'immobilier en direct et selon ses disponibilités financières ; « sans souci de gestion » mais moyennant une commission annuelle (gestion déléguée pour compte de tiers) ; et de percevoir des revenus.

Après avoir été victime de la crise immobilière au début des années 90 et de l'absence d'un marché secondaire efficace, la pierre papier est revenue en force et se maintient aujourd'hui.

À tout seigneur, tout honneur : les SCPI

Suite à la directive AIFM d'octobre 2013, un effort de mise en conformité a été demandé aux sociétés de gestion (ces Fonds d'Investissement Alternatif exigent des standards de gestion). Elle leur confère une modernisation avec l'élargissement de l'objet social à la détention indirecte d'actifs immobilier et à la nu propriété. Les SCPI - et OPCI grand public - se développent dans un nouvel univers d'investissement avec notamment l'essor des SCPI thématiques et l'ouverture à l'international. Cela permet notamment une diversification géographique ainsi qu'une décorrélation des cycles, qu'ils soient économique, financier ou immobilier.

Cousines des SICAV, il existe **différentes catégories de SCPI**. Investies au minimum à 95 % en immobilier, certaines investissent dans l'immobilier d'entreprise - commercial, bureau, logistique, santé... - les autres en immobilier locatif à usage d'habitation. Les unes proposent avant tout un rendement, les autres offrent des perspectives de défiscalisation et/ou de plus-value. Les **SCPI dites "Classiques"** (durée de vie supérieure à 50 ans), les plus répandues, sont investies en immobilier d'entreprise, de bureaux ou commercial et les **SCPI dites "d'Habitation"** (durée de vie d'une quinzaine d'années) gèrent un parc immobilier de logements.

Fin 2020, les véhicules collectifs investis dans l'immobilier non-coté (OPCI, SCPI) « ne représentent encore que l'épaisseur du trait sur le grand livre de l'épargne des Français » (Guy Marty, www.pierrepapier.fr) : les OPCI Grand Public détiennent un patrimoine de près de 20 milliards € et les SCPI affichaient un patrimoine global de plus de 71 milliards €. À peine plus de 90 milliards €. Une paille donc, comparée à la valeur de l'immobilier physique résidentiel (estimé à plus de 6 000 milliards), ou même de l'assurance vie (1 760 milliards € d'encours à septembre 2020 selon la Fédération française de l'assurance).

Les chiffres clé en 2020 (Sources : IEIF, EDHEC, Euronext) :

SCPI : 6 milliards d'euros collectés

71.2 milliards € de capitalisation au 31/12/2020

197 SCPI

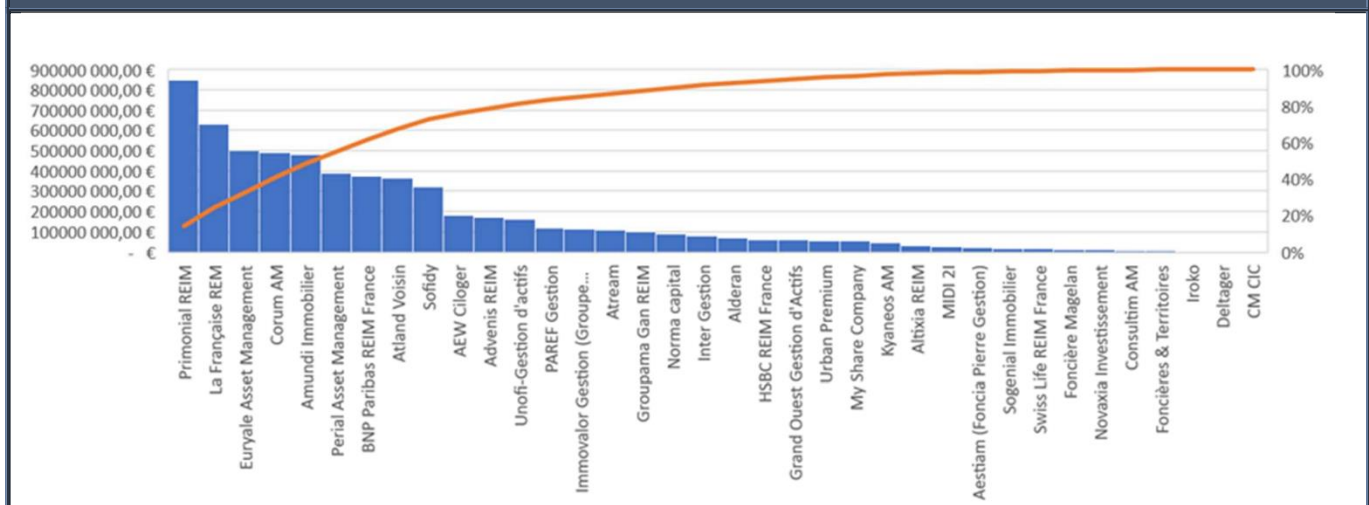
4,12% de DVM pour les SCPI d'entreprise

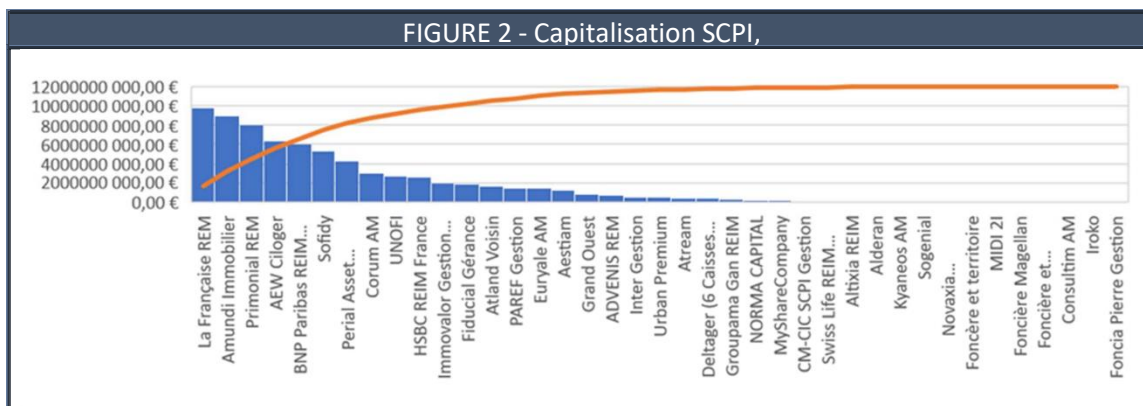
État des lieux des SCPI (Source : Marchés des parts et performances en 2020, IEIF)

À fin 2020, on compte **197 SCPI**. La répartition de la collecte nette est toujours largement dominée par les SCPI de bureaux - en légère baisse - (51%), suivies par les SCPI diversifiées, stables (26%), les SCPI spécialisées (en hausse, à 19%), les SCPI de commerce (4%, en baisse). Ainsi, les **SCPI d'immobilier d'entreprise représentent 97.21% de la collecte nette**, contre 2.79% pour les SCPI d'immobilier résidentiel. La collecte brute s'est établie à 6 milliards € en 2020.

Les 95 SCPI d'immobilier résidentiel sont principalement investies en immobilier d'habitation, avec des logements anciens ou neuf et rénovés. Elles ont seulement collecté 168 millions € en 2020. Elles compensent des revenus locatifs par nature plus faibles que ceux de l'immobilier d'entreprises par des incitations fiscales octroyées aux souscripteurs de leurs parts. Leur capitalisation au 31/12/2020 est d'environ 4.2 Mds € (soit moins de 6% de la capitalisation totale des SCPI).

FIGURE 1 - Collecte nette SCPI en 2020¹⁰

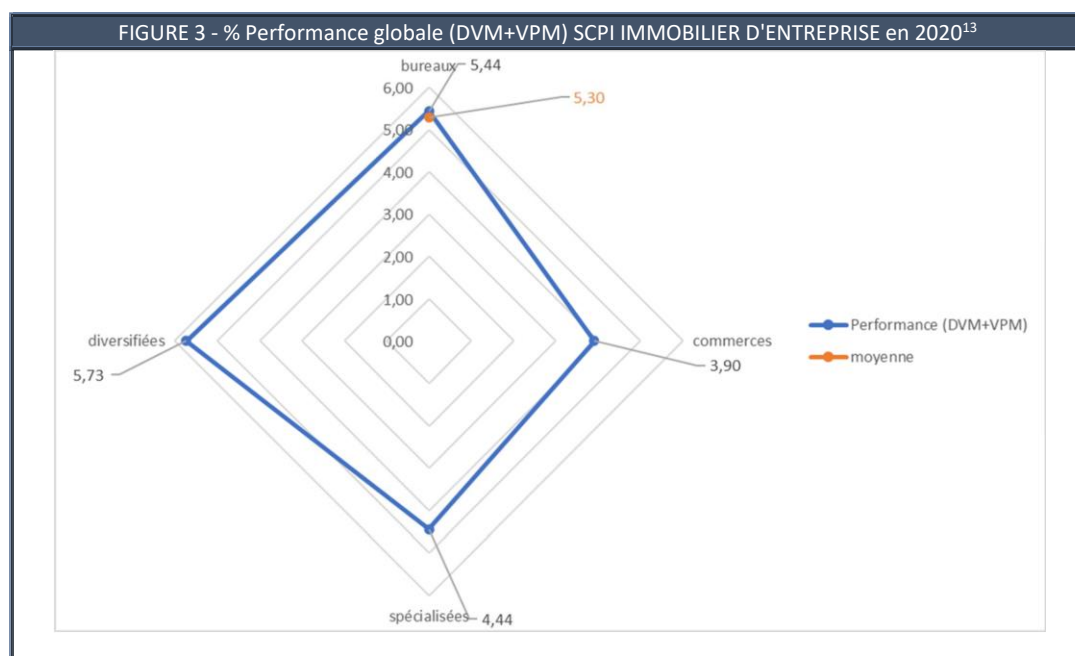


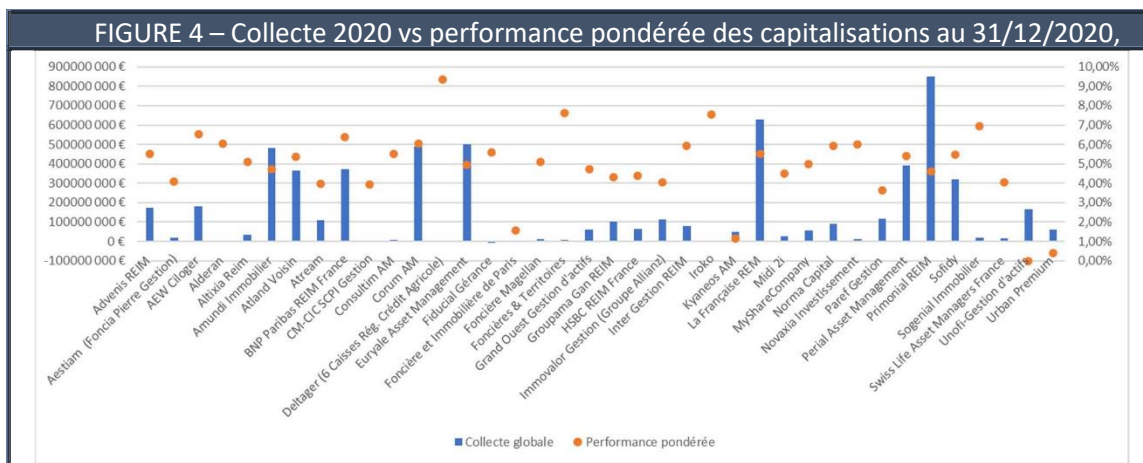


Accessibilité, investissement calibré, diversification, mutualisation des risques, gestion déléguée ... voilà de nombreux atouts. Cet engouement pour les « véhicules de la pierre papier » s'explique bien sûr aussi par les performances.

Rendement (Sources : IEIF, EDHEC, Euronex) **et indicateur de risque**

Même s'ils affichent un retrait, remis en perspective, les taux de distribution sur valeur de marché ne sont pas décevants. En 2020, les SCPI (immobilier d'entreprise) ont vu leur taux de distribution atteindre **4,12%** et une **performance globale de 5.30%**.

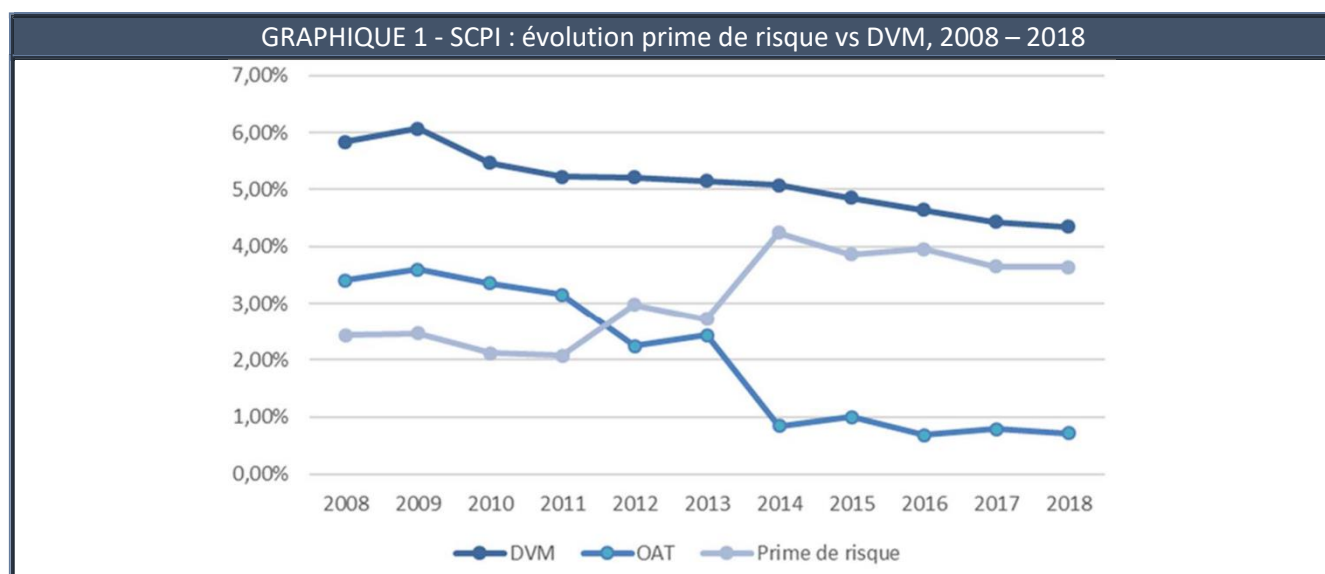




NB :

- La collecte semble décorrélée des performances
- Certaines sociétés de gestion devront investir d'importants montants collectés : leurs choix d'investissements devront être d'autant plus sélectifs (et difficiles) que leur collecte est importante.

Si au début des années 2010 la prime de risque était relativement faible, avec la chute de l'OAT 10 ans, **la prime de risque bondit en 2014 pour se stabiliser autour des 4%.**

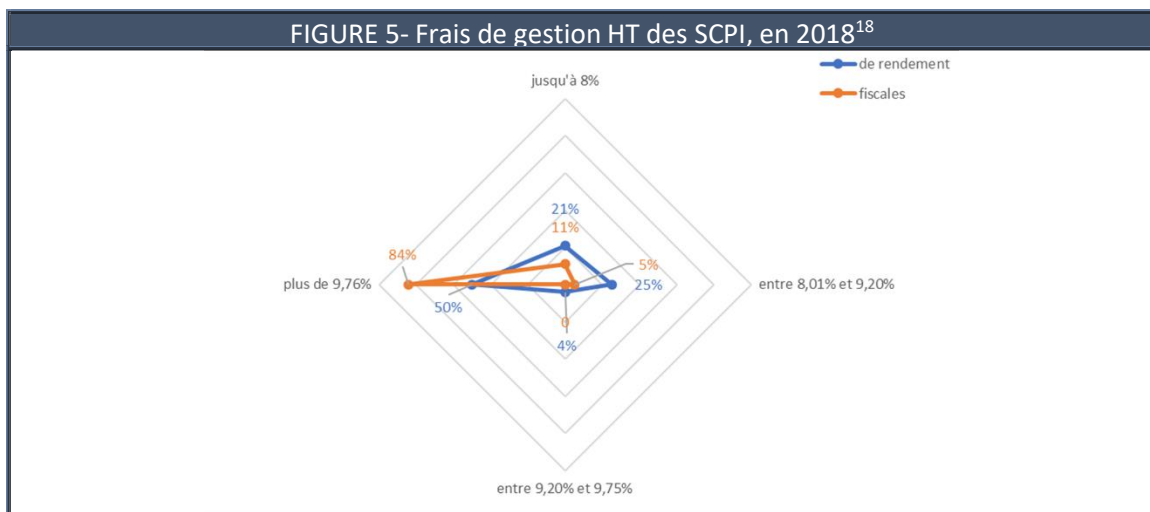


Frais

Au niveau du montant versé par le souscripteur, il n'y a pas de différence entre les SCPI (capital fixe ou variable) pour les frais de souscription, qui varient entre 0 % et 14,40 % de la transaction (Source IEIF). Ceux-ci intègrent le cas échéant (SCPI à capital fixe) un droit d'enregistrement de 5 %.

Les frais de gestion assis sur les recettes locatives de la SCPI fluctuent généralement entre 3% et 18% de ses revenus (Source IEIF).

Les frais de cession, anticipée ou non : en général, l'ensemble des frais est supporté par l'acheteur. Des frais de souscription moyens de 9,10% et des frais de gestion annuels moyens de 9,98% (Source IEIF).



Les atouts spécifiques

La gestion déléguée

Plusieurs entités encadrent et contrôlent la gestion des SCPI :

- L'AMF est notamment chargée de veiller à la régularité des opérations effectuées sur les parts de SCPI
- L'Assemblée générale des associés est l'organe de la SCPI délibérant souverainement
- Le Conseil de surveillance de la SCPI, composé de 7 associés au moins, opère à toute époque de l'année les vérifications et les contrôles qu'il juge opportuns et peut se faire communiquer tout document ou demander à la société de gestion un rapport sur la situation de la SCPI
- Les commissaires aux comptes doivent certifier que les comptes annuels sont réguliers et sincères et qu'ils donnent une image fidèle des opérations de l'exercice écoulé, du résultat de ces opérations ainsi que de la situation financière et du patrimoine de la société à l'expiration de l'exercice

- L'évaluateur immobilier permet à la société de gestion d'arrêter les valeurs du patrimoine (valeur de réalisation et valeur de reconstitution) de la SCPI à la clôture de chaque exercice

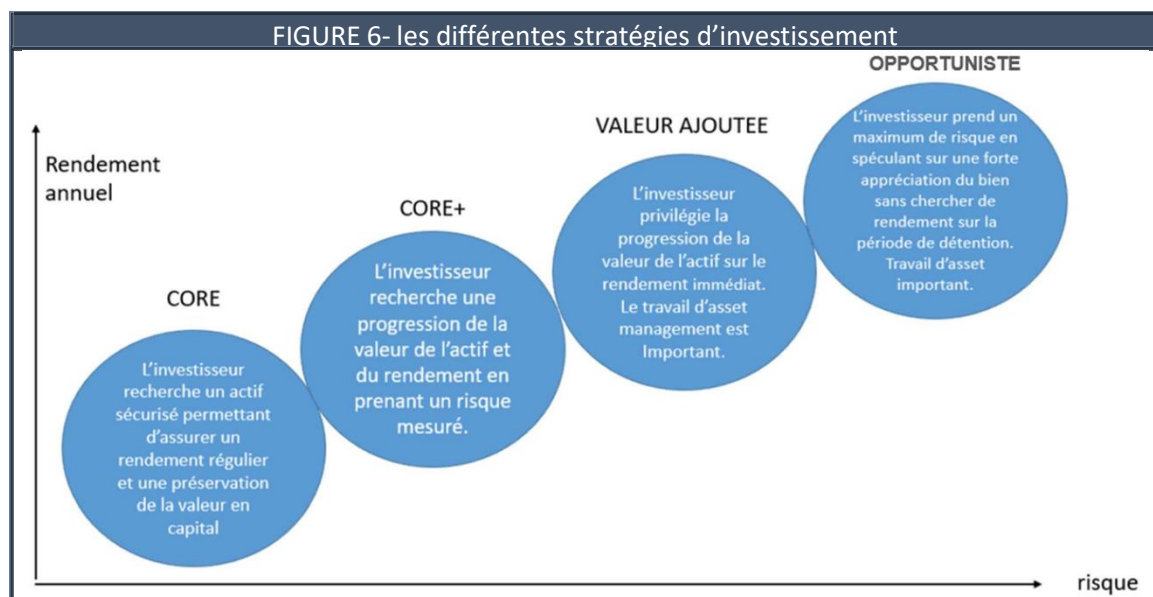
La mutualisation des risques

En cas de difficulté intervenue sur l'un des immeubles détenus par une SCPI (vacance, impayé de loyers, sinistre...), l'effet négatif est compensé par les autres revenus tirés des biens en location.

Accès aux différents marchés immobiliers

L'investissement en SCPI permet aux associés d'avoir accès aux marchés immobiliers dans lesquels ces sociétés sont elles-mêmes en mesure d'intervenir : bureaux, commerces (boutiques de pied d'immeubles, magasins et centres commerciaux), entrepôts, locaux d'activité et logements, en France et ailleurs puisque l'investissement hors de nos frontières permet également à certaines sociétés de gestion de diversifier leurs risques.

Cet investissement permet également d'avoir accès à différentes stratégies d'investissement (les SCPI se positionnant généralement sur du Core ou Core+) :



Un placement calibré, à l'achat et à la vente

La SCPI permet à un épargnant de réaliser un investissement immobilier en rapport avec sa capacité de financement (par apport personnel ou par recours à un emprunt immobilier). Son «ticket d'entrée» peut se situer à un niveau inférieur à celui de l'acquéreur d'un bien immobilier en direct et l'acquisition peut être réalisée au fil de l'eau. Inversement, il lui est possible de ne céder qu'une partie de son placement, à hauteur des besoins rencontrés.

Par ailleurs, certaines sociétés de gestion permettent d'investir périodiquement, de choisir le rythme d'investissement (mensuel, trimestriel, semestriel, annuel), tout en donnant la

possibilité de moduler les versements, de les réaffecter d'une SCPI à une autre, ou de les interrompre, sans frais. Le montant minimum du versement est fonction de la valeur de la part de la SCPI sélectionnée (quelques centaines d'euros). Il faut en outre que l'utilisateur de ce nouveau service soit déjà détenteur d'un minimum de parts de la SCPI sélectionnée (une dizaine).

Les points de vigilance

La baisse de la valeur du placement

- **Le capital investi dans une SCPI n'est pas garanti.** La valeur du placement évolue en fonction de la conjoncture immobilière, avec ses cycles haussiers et baissiers. A noter que tant que les parts ne sont pas vendues, toute moins-value n'est que latente et n'occasionne aucune perte réelle.

- Par ailleurs, dans l'optique de détention de parts de SCPI prévue sur le long terme, l'éventualité d'une moins-value latente à un moment donné peut n'avoir qu'une importance relative.

La diminution des revenus locatifs

Dans un contexte économique moins favorable, la baisse des revenus locatifs versés aux associés est **due à la diminution du taux d'occupation financier** et/ou à la baisse du montant global des loyers versés par les locataires. L'impact sur le rendement semble pouvoir être contenu par l'effet de la **mutualisation des risques** et de la **gestion immobilière active** (destinée à limiter au minimum l'effet négatif d'une mauvaise conjoncture économique sur la situation des locataires).

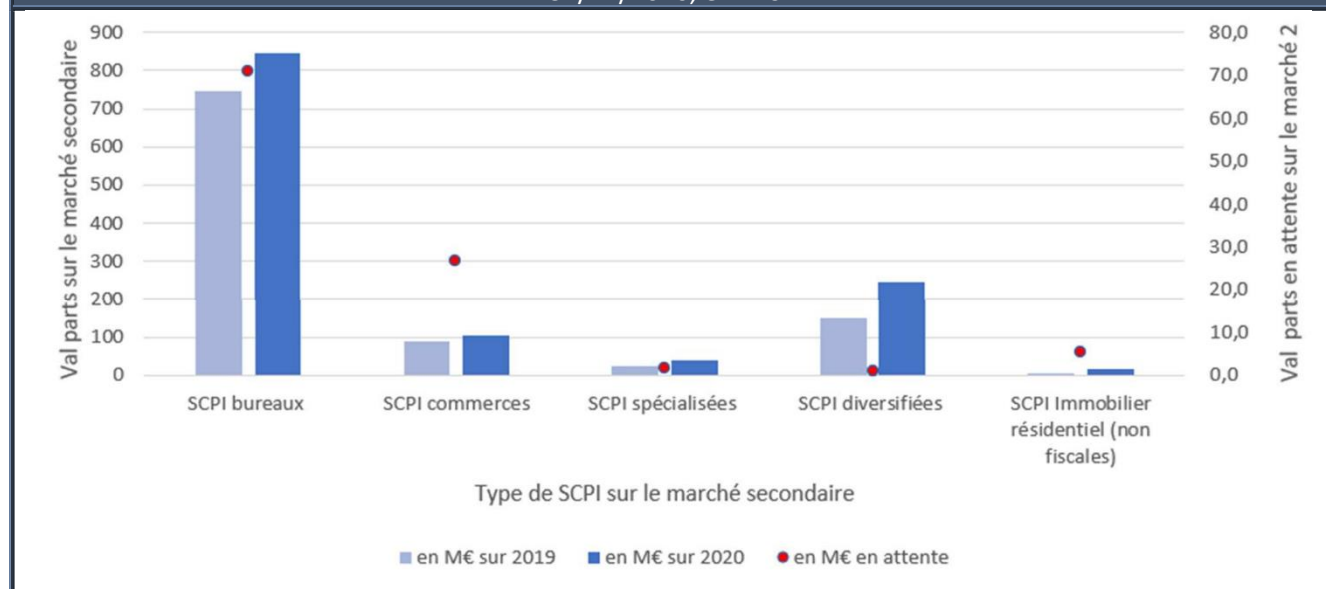
Par ailleurs, la **diminution des revenus peut susciter un mouvement de baisse du prix des parts sur le marché secondaire**, de manière à assurer un rendement prévisionnel suffisamment attractif pour les acquéreurs. Cette diminution peut créer une opportunité pour de nouvelles souscriptions de parts.

La liquidité

L'associé peut se séparer plus ou moins facilement des parts qu'il détient selon que la SCPI est à capital fixe (capital maximal indiqué dans les statuts, et vente des parts sur un marché secondaire) ou variable (capital maximal indiqué dans les statuts mais peut émettre ou racheter des parts à tout moment dès lors qu'elle respecte certaines limites) (la SCPI à capital variable doit pouvoir reprendre les parts des associés qui désirent récupérer leur épargne et le prix de retrait ne peut être en aucun cas supérieur au prix proposé pour les nouvelles souscriptions).

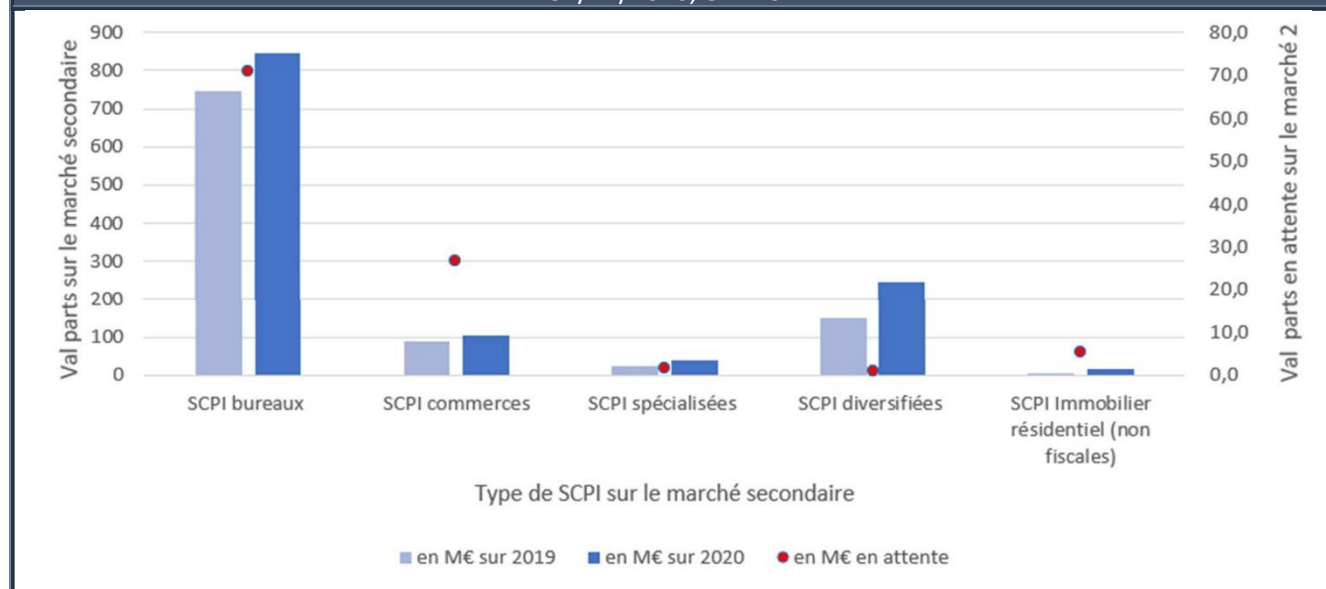
Sans que ces sociétés soient juridiquement tenues d'apporter une garantie de liquidité immédiate, la liquidité satisfaisante des SCPI est attestée par l'évolution de long terme de leur marché secondaire et du ratio de parts en attente.

FIGURE 7 – Marché secondaire : évolution des demandes de cession et valeur de parts en attente au 31/12/2020, en M€¹⁹



En 2020, un peu plus d'1,25 milliard € se sont échangés sur le marché secondaire (+22 % vs 2019), soit 1,76 % de la capitalisation. Rapporté au montant de la capitalisation, ce marché reste peu profond : le taux annuel de rotation des parts de SCPI s'est limité à 1,80 % en 2020. À noter que le cumul des parts en attente de cessions (sur le marché secondaire des SCPI à capital fixe) et des retraits non compensés (pour les SCPI à capital variable) se limite à 0,07 % de la capitalisation globale.

FIGURE 7 – Marché secondaire : évolution des demandes de cession et valeur de parts en attente au 31/12/2020, en M€¹⁹



L'horizon de placement

En général, il est d'environ **15 ans** ; il est conseillé **8 ans minimum**.

Même s'il ne s'agit pas d'un bien physique, la durée de détention minimale des parts de **SCPI fiscales** est calquée sur celle du **dispositif**, et même supérieure.

Il faut laisser le **temps nécessaire**, souvent entre dix et douze ans, à la société de gestion pour **valoriser les immeubles** : travaux, relocation, "liquidation" de tous les logements de la SCPI, c'est-à-dire les revendre en bloc ou au détail.

La **fiscalité immobilière** prévoit la diminution progressive dans le temps de la taxation de la plus-value immobilière en cas de vente.

La fiscalité

Comme tout placement immobilier, l'investissement en SCPI génère de la fiscalité à l'entrée, pendant la période de détention et à la sortie.

♣ L'acquisition de parts de SCPI à capital fixe réalisée sur le marché secondaire est assujettie aux droits d'enregistrement. Le taux applicable actuellement est de 5% avec un minimum de 25 € (art 726 2^o du CGI).

♣ La fiscalité de la détention est liée à la qualité de l'associé (personne physique, personne morale à l'IR, personne morale à l'IS.). En ce qui concerne l'associé personne physique :

o pour la quote-part des revenus provenant des loyers, les montants à déclarer sont précisés chaque année par la société de gestion de la SCPI, généralement assortis d'une notice explicative. Attention, car il peut y avoir un décalage entre le montant des revenus imposables et ceux réellement perçus par l'associé (report à nouveau). Comme ceux de l'immobilier en direct, **les revenus issus de la pierre papier sont taxés sur la base des revenus fonciers** : imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu (IR), à laquelle s'ajoutent les prélèvements sociaux (17,2 % dont 6,8 % est déductible de l'assiette de l'IR). Au même titre que la perception d'un loyer, l'investisseur doit remplir une déclaration foncière (2044). Ainsi, il peut déduire de ses revenus fonciers : les frais réels de gérance, d'éventuels intérêts d'emprunt si recours au crédit. Si l'investissement a généré un déficit foncier, l'investisseur ne pourra le reporter sur ses revenus globaux qu'à hauteur maximum de 10 700 €, le solde éventuel étant reporté pendant 10 ans sur ses revenus fonciers.

o Pour la quote-part des revenus financiers, des placements financiers (OPCVM de trésorerie) étant réalisés pour la gestion de la trésorerie de la SCPI (fonds en attente d'emploi) (10 % maximum du capital), ils génèrent des revenus de capitaux mobiliers : imposition à l'IR au taux forfaitaire unique (PFU) de 30 % (12,8 % d'IR + 17,2 % de prélèvements sociaux) ou, sur option du contribuable : imposition au barème progressif de l'IR à laquelle s'ajoute les prélèvements sociaux (17,2 %).

o Les titres ou parts de sociétés ou d'organismes, à hauteur de leur valeur représentative des actifs immobiliers détenus par la structure qui les a émis, sont prises en compte pour l'établissement de l'assiette de l'IFI.

♣ Les cessions de parts de SCPI relèvent de la fiscalité des plus-values immobilières. Cette imposition n'intervient que lorsqu'un associé décide de vendre. Mais ce dernier peut également être imposé lorsque la SCPI réalise elle-même des plus-values, lors de la revente d'un actif immobilier ou financier. L'imposition sur la plus-value est la même que pour la détention d'un bien locatif. L'exonération de plus-value intervient au-delà de 22 ans sur l'impôt sur le revenu et de 30 ans pour ne plus avoir à payer les prélèvements sociaux de 17.2 %. Bien entendu si le souscripteur a recours à l'emprunt, il peut ajouter le capital restant dû à son passif pour ainsi minimiser sa plus-value.

Cas particulier : Fiscalité des SCPI via un contrat d'assurance vie

Versés
jusqu'au
26/09/2017

imposés soit au barème progressif IRPP, soit sur option du contribuable selon PFL variant en fonction de la durée du contrat (35 % pour un contrat détenu depuis moins de 4 ans ; 15% pour un contrat détenu entre 4 et 8 ans ; 7,5 % pour un contrat détenu depuis plus de 8 ans).

Versés
après
27/09/2017

imposés au taux forfaitaire de 12,8 % ou, sur option, à l'IRPP progressif. Le taux forfaitaire est ramené à 7,5 % pour les produits des contrats de plus de huit ans, à hauteur de leur fraction correspondant aux primes versées après le 26 septembre 2017 n'excédant pas 150 000 € pour une personne seule (300 000 € pour un couple).

L'abattement de 4 600 € par personne (ou 9 200 € pour un couple) s'applique aux produits des contrats d'assurance-vie de plus de huit ans, quelles que soient leurs modalités d'imposition et la date de versement des primes auxquelles ils sont attachés.

Aujourd'hui la Pierre Papier, véhicule encore hier considéré comme vieillissant, fait preuve d'une modernité étonnante en matière d'ingénierie patrimoniale. Crédit, démembrement, versements programmés, assurance-vie ! Tout semble possible !

Comme les SCPI et OPCI, les fonds communs de placement (FCP) permettent d'investir dans un « sous-jacent » immobilier (ou autre), tout en bénéficiant également de la gestion déléguée pour compte de tiers.

Les fonds de capital investissement

Le capital-investissement peut intervenir à tout moment dans la vie d'une société : depuis sa création, en passant par son développement, sa transmission et même lorsqu'elle rencontre des difficultés. Différents types de financements composent donc le capital investissement : le financement de la création d'entreprise (notamment de sociétés innovantes ou d'entreprises récentes de moins de 5 ans), le capital risque ; le financement de la croissance de l'entreprise, le capital développement ; le financement avec effet de levier (*leveraged buyout*), le capital transmission ; l'acquisition d'entreprise en difficulté, le capital retournement.

En France, le non-coté représente (Source Activité des acteurs français de capital investissement - France Invest - 30ème édition, mars 2019) 18,7 milliards € de collecte en 2018 (+13 % vs 2017), dont 14,7 milliards investis, essentiellement auprès d'investisseurs institutionnels. Les FCPR/FPCI, les FCPI et les SLP représentent 66 % de cette collecte

2018, avec un peu plus de 12 milliards €. Mais les FCPR/FPCI, les FCPI et les SLP concentrent près de 71 % des montants investis en 2018 (8 milliards) !

Acteurs majeurs du capital investissement, ils peuvent être destinés aux investisseurs professionnels ou institutionnels, ou aux investisseurs particuliers.

Ouverts aux particuliers

Souhaiter investir dans des start-ups ou des sociétés non cotées innovantes, obtenir des performances avantageuses et bénéficier de réductions fiscales : ce sont les propositions des fonds de capital-risque, ou de capital investissement. Mais ces fonds peuvent être risqués.

Les FCPR - fonds communs de placement à risques

Agréés par l'AMF, ils sont investis, pour 50 % au moins, en valeurs mobilières non admises à la négociation sur un marché réglementé français ou étranger, ou de parts de sociétés à responsabilité limitée.

Les parts de fonds de capital investissement sont détenues via un compte-titres, un PEA ou un PEA PME-ETI (selon l'éligibilité des fonds) et récemment (loi PACTE) sous forme d'unités de compte dans un contrat d'assurance-vie.

Il est impossible d'obtenir le rachat des parts de FCPR pendant la durée de vie du fonds (qui peut aller jusqu'à 10 ans, voire plus), même au-delà du délai « fiscal » de 5 ans (durée minimale prévue pour bénéficier des avantages fiscaux de réduction d'impôts sur le revenu (Article 163 quinquies B du CGI) et, sous conditions, d'une exonération de plus-values). Il s'agit donc d'investissement à long terme, peu liquide.

Point fiscal

FCPR et FCPI peuvent présenter des avantages fiscaux.

Souscription : les porteurs de parts personnes physiques peuvent bénéficier de la réduction d'impôt sur le revenu (Conditions prévues à l'article 199 terdecies-0 A du CGI) à raison des versements effectués au titre des souscriptions en numéraire de parts de ces fonds. Sous réserve d'être conservés au moins cinq ans, ils bénéficient d'une réduction d'impôt sur le revenu de 18 % du montant de l'investissement (limitée à 2.160 € par personne et à 4.320 € pour un couple).

Détention: les porteurs de parts qui se sont engagés à conserver les parts souscrites pendant cinq ans et à réinvestir dans le fonds les sommes distribuées par ce dernier au cours de cette période (réinvestissement par souscription de parts nouvelles, ou sur un compte de tiers ouvert au nom du porteur de parts et bloqué pendant la période restant à courir jusqu'au terme de l'engagement de conservation des parts) sont exonérés d'impôt sur le revenu des sommes ou valeurs distribuées à la fois pendant la période de conservation de 5 ans mais également a posteriori

Cession : les porteurs de parts qui ont respecté leurs engagements (art. 163 quinquies B, I et II et CGI, art. 150-0 A, III du CGI) sont exonérés des gains de cession ou d'opérations assimilées se rapportant à ces parts (art. 150-0 A, III-1 ; BOI-RPPM-PVBMI-10-20 au I § 30 et suiv. du CGI).

Nb : le porteur de parts ne doit pas détenir, seul ou avec son conjoint et leurs ascendants et descendants directement ou indirectement, plus de 25 % des droits dans les bénéfices de sociétés dont les titres figurent à l'actif du fonds ou avoir détenu ce montant à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la souscription des parts du fonds ou l'apport des titres.

Les FCPI - fonds communs de placement dans l'innovation.

Catégorie spécifique de FCPR, les FCPI sont soumis à l'agrément de l'AMF et doivent être proposés par des sociétés de gestion également agréées par l'AMF.

Ils sont investis pour au moins 60 % dans des actions de sociétés non cotées, innovantes (entreprises appartenant à des secteurs de pointe tels que l'informatique, Internet, les télécommunications, la biotechnologie...), mais également issues des secteurs de pointe des industries traditionnelles. Ces produits présentent des risques élevés.

Ils bénéficient de la même exonération d'impôt sur le revenu que les FCPR.

À côté des FCP « classiques », largement diffusés par les banques de détail, certains FCP « spécialisés » s'adressent eux à des investisseurs avertis.

L'arrivée des professionnels

Les fonds d'investissement et club deals sont lancés par des sociétés de gestion qui sont autorisées par l'AMF à gérer de l'argent pour le compte de tiers. Ces fonds sont destinés à investir dans plusieurs supports (PME, projets immobiliers...), sélectionnés pour le compte de l'investisseur afin d'y orienter son épargne.

Les FPCI - fonds professionnels de capital investissement (anciennement FCPR dits « allégés »).

Ils sont investis à au moins 50 % en titres de sociétés non cotées. Destinés à des investisseurs professionnels (Mentionnés à l'article 423-27 du règlement général de l'AMF), ils sont tenus de respecter des ratios de division des risques et d'emprise très souples par rapport aux FCPR. Ils ne sont pas agréés par l'AMF.

Les FPS - Fonds Professionnel Spécialisé

Véhicule de droit français régulé (ils ne font pas l'objet d'un agrément mais sont déclarés à l'AMF), disposant d'une très grande flexibilité sur la nature des actifs éligibles, sur les ratios d'investissement comme sur la gestion du passif. Ces fonds d'investissement spécialisés sont réservés aux investisseurs éligibles (mentionnés à l'article 423-27 du règlement général de l'AMF).

Les fonds professionnels spécialisés incluent les sociétés de libre partenariat (SLP), réservés également aux investisseurs éligibles (Mentionnés à l'article 423-27-1 du règlement de l'AMF).

Les SLP - sociétés de libre partenariat

Créée par la loi Macron (loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques) en août 2015, une société de libre partenariat est un FIA non agréé par l'AMF dont les règles de fonctionnement sont fixées par ses statuts. Ce véhicule d'investissement prend la forme d'une société en commandite simple sous la responsabilité d'associés commandités (*general partner*). Les parts des commanditaires (*limited partner*) sont réservées aux investisseurs éligibles (Mentionnés à l'article 423-27-1 du règlement général de l'AMF).

La SLP peut être créée ex nihilo ou à la suite de la transformation d'un FPCI ou d'un FPS (Article L.214-162-12, al. 1 du CMF). De par sa nature, son champ d'investissement couvre tout actif pouvant faire l'objet d'une valorisation et dont la propriété peut être établie par un acte sous seing privé : capital-investissement classique, immobilier, infrastructure et même, projets sur des actifs numériques.

Nb : Le régime fiscal des porteurs de parts de sociétés de libre partenariat (SLP) est le même que celui applicable aux porteurs de parts de FPCI prenant la forme de FCP (Loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques, art. 145), sauf si la SLP ne veut pas d'autres règles d'investissement que celle fixées par ses statuts (auquel cas elle ne peut pas bénéficier de ce régime fiscal favorable).

Par ailleurs, s'agissant des fonds français, les fonds professionnels de capital investissement (FPCI), les fonds professionnels spécialisés (FPS), notamment sous forme de sociétés de libre partenariat (SLP) et éventuellement les organismes professionnels de placement collectifs immobiliers (OPPCI) et les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) semblent avoir les caractéristiques les plus compatibles avec les exigences du règlement relatif aux fonds européens d'investissement à long terme (*European long-term investment funds* – ELTIF).

Les FEILT OU ELTIF - fonds européens d'investissement à long terme (Guide sur les fonds européens d'investissement à long terme)

Les ELTIF sont des fonds fermés (ou limitant les possibilités de rachats à une part des actifs liquides du fonds), dont le gestionnaire est agréé en tant que FIA (Au titre de la directive 2011/61/UE AIFM) de l'Union européenne.

Afin de garantir qu'il cible des investissements à long terme, un ELTIF devra investir au moins 70 % de son capital dans des actifs éligibles à l'investissement (Article 11 du règlement ELTIF).

Les actifs éligibles incluent les actifs physiques : « un actif qui possède une valeur liée à sa substance et à ses propriétés, et qui peut avoir un rendement, y compris les

infrastructures et d'autres actifs qui produisent des avantages économiques ou sociaux, comme l'éducation, le conseil, la recherche et le développement, et **ne comprenant l'immobilier à usage commercial ou résidentiel que s'il fait partie intégrante ou est un élément accessoire d'un projet d'investissement à long terme qui contribue à l'objectif de l'Union d'une croissance intelligente, durable et inclusive** » (Considérant 18 du règlement ELTIF). Cette définition conservatrice a été introduite pour prévenir l'usage d'un ELTIF à des fins de spéculation immobilière.

À titre d'exemple, sont éligibles les actifs suivants : « les bâtiments publics, tels que les écoles, les hôpitaux ou les prisons, les infrastructures sociales telles que les logements sociaux, ..., les systèmes de transports publics ou les aéroports, les infrastructures énergétiques telles que les réseaux électriques, les projets d'atténuation et d'adaptation aux effets du changement climatique, les centrales électriques ou les pipelines, les infrastructures de gestion des eaux telles que les systèmes d'approvisionnement en eau, ... les infrastructures de gestion des déchets telles que les systèmes de recyclage ou de collecte » (Considérant 19 du règlement ELTIF).

Le fonds ELTIF peut-il être ouvert aux investisseurs de détail ? (Guide sur les fonds européens d'investissement à long terme, question 11)

Le règlement général de l'AMF pourrait, à l'avenir, prévoir que les fonds professionnels spécialisés (FPS), les sociétés de libre partenariat (SLP), les fonds professionnels de capital investissement (FPCI) et les organismes professionnels de placement collectifs immobiliers (OPPCI) qui auront obtenu l'agrément ELTIF, soient ouverts aux investisseurs de détail dans les conditions prévues par le règlement ELTIF, notamment au troisième alinéa de l'article 30 : « Lorsque le portefeuille d'instruments financiers d'un investisseur de détail potentiel ne dépasse pas 500.000 €, le gestionnaire de l'ELTIF ou tout distributeur, après avoir procédé au test de pertinence visé à l'article 28, paragraphe 1, et avoir fourni des conseils d'investissement appropriés, s'assure, compte tenu des informations transmises par l'investisseur de détail potentiel, que ce dernier n'investit pas un montant total supérieur à 10 % de son portefeuille d'instruments financiers dans des ELTIF et que le montant minimum initial investi dans un ou plusieurs ELTIF n'est pas inférieur à 10.000 €. Il incombe à l'investisseur de détail potentiel de fournir au gestionnaire de l'ELTIF ou au distributeur des informations exactes sur son portefeuille d'instruments financiers et ses investissements dans des ELTIF, tel que visé au premier alinéa.

Les évolutions apportées par la loi Pacte

La loi Pacte (Décret n° 2019-1172 du 14 novembre 2019 - JORF n°0265 du 15 novembre 2019) va favoriser le développement du capital investissement grâce à l'assurance vie en incluant notamment, dans la liste des supports éligibles aux contrats, les parts de Fonds d'investissement alternatifs ouverts aux investisseurs professionnels. Ces fonds visés par la loi sont :

- o Les Fonds professionnels de capital investissement (FCPI),

- o Les Sociétés de libre partenariat (SLP),
- o Les Fonds professionnels à vocation générale (FPVG),
- o Les Fonds professionnels spécialisés (FPS) et
- o Les Organismes professionnels de placement collectif immobilier (OPPCI).

Ils viennent compléter les fonds communs de placement à risque agréés par l'AMF, ouverts aux investisseurs non professionnels, déjà éligibles à l'assurance-vie depuis la loi Macron du 6 août 2015. Les FCPR ne sont plus plafonnés à 10 % des contrats d'assurance-vie : les nouveaux véhicules pourront représenter jusqu'à 50 % des contrats d'assurance-vie et, plus encore, les FPCI sont éligibles sans condition de stratégie d'investissement particulière tandis que les FPS et SLP seraient éligibles, sous certaines conditions. Enfin, les Fonds professionnels à vocation générale (FPVG) sont aussi admis.

Pour de multiples raisons historiques, il était plus aisé pour un gérant de fonds d'organiser une collecte auprès des institutionnels qu'auprès des particuliers. L'assurance-vie va faciliter le processus grâce à son avantage successoral pour une clientèle privée ainsi que la possibilité donnée depuis 2015 de liquider le contrat par livraison de titres, possibilité qui vient d'être à nouveau améliorée par la loi Pacte. Dans ces conditions, aux dires de la profession, un objectif de collecte équivalent à 5 % des encours actuels de l'assurance vie, de 1 800 milliards €, semble atteignable en investissement non-coté.

Point fiscal

En outre, avec la loi PACTE, la souscription de parts ou actions de fonds communs de placement à risques, de fonds professionnels de capital investissement, de sociétés de libre partenariat ou de sociétés de capital-risque devient éligible au régime fiscal du remploi d'apport-cession (Report d'imposition prévu à l'art. 150-0 B ter du CGI).

Dans la pratique, les fonds de pension, compagnies d'assurance, fonds souverains et autres grands investisseurs, partout dans le monde, ont ainsi augmenté sensiblement la part d'immobilier dans leurs portefeuilles.

Cas particuliers des clubs deal

Le principe du Club Deal immobilier - qui n'est pas un statut juridique - consiste à réunir un nombre limité d'investisseurs ayant les mêmes objectifs de rentabilité et de durée d'investissement dans un même véhicule ad hoc, en vue d'acquérir un ou plusieurs actif(s) immobilier(s). L'avantage est de permettre à ces investisseurs de connaître précisément le ou les actif(s) dans le(s)quel(s) ils vont investir, contrairement aux véhicules d'investissement collectifs (SICAV, SCPI, foncières) où l'accent est mis sur la diversification des investissements. Ce mode opératoire, qui s'apparente à du *private equity*, permet en outre d'acheter un actif entier difficilement accessible en solo. Moyennant des participations unitaires comprises en général entre 100.000 € et 300.000 € (voire davantage), chaque membre d'un Club Deal devient propriétaire d'un actif réel et bien

identifié, et participe, lors des assemblées générales, aux grandes décisions relatives à l'immeuble. En fonction des pratiques, les implications réglementaires varient :

Cas du FIA par objet

NB : selon l'AMF (Guide des mesures de modernisation apportées aux placements collectifs français, juillet 2013), « **constitue un FIA** un club-deal immobilier où plusieurs investisseurs investissent ensemble dans une SCI, dont ils confient la gestion à un tiers et ne gardent pas la prise de décision d'investissement ou de désinvestissement sur les actifs immobiliers ».

On doit donc a priori notifier l'existence de ce type de Club Deal immobilier à l'AMF, et avoir recours à une société de gestion agréée par l'AMF et à un dépositaire (sauf si le club deal est destiné à des investisseurs qualifiés et montant total des actifs gérés inférieur à 500 millions € : cf paragraphe suivant « cas des autres FIA »). On doit également mettre en place une politique de rémunération, préciser les modalités d'évaluation des actifs en portefeuille, ou bien encore préciser l'information due à l'AMF et aux investisseurs... sauf cas d'exemption (personnes de la même famille, absence d'une politique d'investissement, pas de mise en avant de revenus associés, investisseurs réalisant eux même l'entière gestion,... cf. paragraphe « SCI enveloppe »).

Beaucoup souhaitent ne pas déclarer les Club Deal SCI comme acteurs de gestion, au(x) motif(s) de l'absence d'une politique d'investissement et/ou de participation « active » des associés à la gestion. Mais ces arguments pourraient ne pas tenir dans le temps : les investisseurs n'exercent en général pas réellement de pouvoir discrétionnaire sur les opérations courantes aux actifs (décisions d'investissement ou de désinvestissement, de l'*asset management*, du *property* ...) ; la SCI poursuit un objet commercial ou industriel (même si la politique d'investissement n'est pas formalisée et ne revêt souvent pas un caractère contraignant pour le gestionnaire).

Ainsi, à terme, ces SCI « *club deal* » devront être estampillées « AIFM compatibles » et devenir des sociétés de gestion de portefeuille. L'autre option consisterait à se tourner vers des asset managers externes au travers d'une gestion sous mandat ou dédiée.

Cas des « autres FIA »

Tel est le cas lorsque les véhicules répondent à la définition des FIA mais ne constituent pas des OPC :

- dont la **valeur totale des actifs gérés est inférieure aux seuils** prévus par la directive AIFM (100 millions ou 500 millions €) (Dans les conditions prévues par l'article R. 532-12-1 du CMF) et
- dont l'ensemble des investisseurs sont des clients qualifiés.

Cas de la « SCI enveloppe »

Elle est destinée à faciliter l'exploitation en commun d'un ou de plusieurs actifs détenus collectivement. Ses associés en **assurent la gestion effective**. Elle tend ainsi à offrir un rendement collectif à travers la mutualisation des capitaux levés.

Nous rappelons que seule une « SCI enveloppe » échappe à la qualification de FIA.

Nouvelles enveloppes donc et nouveaux sous-jacents d'investissements ? Les acteurs de la finance sont loin de ne s'intéresser qu'au marché coté : ils portent naturellement leur intérêt vers les sociétés non-cotées ayant des activités commerciales et industrielles, et contrairement aux a priori, s'intéressent de près à l'immobilier ! Ainsi, quitte à surprendre, l'immobilier attire des fonds d'investissement à la recherche d'actifs de diversification et de rendement.

Thématique hôtelière ou résidences gérées (en tant que sous-jacent en immobilier d'exploitation), hors IFI, proposant ainsi une diversification d'allocation en promettant une maîtrise du risque ; opérations de réhabilitation, de transformation et de promotion immobilière ; financement de la réhabilitation de bâtiments obsolètes nécessitant d'être rénovés avant d'être remis sur le marché ; opérations de promotion immobilière et de marchands de biens ; financement de parcs d'activités... Ces fonds démontrent une large capacité d'investissement et leur intérêt croissant pour l'immobilier.

Alfonso LOPEZ DE CASTRO

Président de Financia Business School

Paul-Jacques LEHMANN

Responsable de FinanciaRech

L'évaluation du premier cours de bourse

Afin d'avoir une idée de la première valeur à laquelle une action va être proposée pour la première fois sur le marché, il est indispensable de déterminer la valeur de l'entreprise, puis celle d'une action en divisant cette valeur totale par le nombre d'actions. Cette étape pose déjà des problèmes car il existe de très nombreuses méthodes d'évaluation d'une entreprise, donc des désaccords entre spécialistes. Ceux qui aident l'entreprise à s'introduire en bourse (experts-comptables, commissaires aux comptes banquiers, analystes financiers, entreprises d'investissement) et qui travaillent sur cette évaluation s'accordent en général pour déterminer un prix moyen entre un minimum et un maximum. Ce chiffrage s'avère très important pour l'avenir car il a des implications : s'il s'avère trop élevé, peu d'investisseurs seront intéressés en raison du risque de forte baisse ensuite ; s'il est trop faible, l'entreprise pourra apparaître comme peu intéressante. Au total, le cours doit correspondre à ce que des investisseurs potentiels espèrent.

L'évaluation d'une entreprise constitue une tâche difficile pour différentes raisons :

- l'aspect subjectif est très présent dans toute évaluation, ce qui ne doit pas être le cas lors d'une introduction en bourse ;
- la valeur perçue est souvent peu en rapport avec la valeur comptable ou financière : par exemple, des synergies industrielles peuvent apparaître si la mise sur le marché a pour objectif de financer le regroupement de deux entreprises appartenant au même secteur, ce qui donnera une valeur supérieure à chacune des deux par rapport à leur valeur dans l'hypothèse où elles resteraient indépendantes ;

- il existe de très nombreuses méthodes d'évaluation plus ou moins sophistiquées, plus ou moins fiables parmi lesquelles il faut sélectionner les plus utilisées par les évaluateurs et les plus adaptées au but particulier de la société ;

- l'évaluation constitue une opération technique délicate en raison de la multiplication des variables explicatives à prendre en considération, aussi bien psychologiques (comme la notoriété de la marque) qu'économiques (comme la pérennité de l'exploitation) ;

- une évaluation ne doit pas se baser sur le passé, mais sur l'avenir car ce qui intéresse tout investisseur est la capacité attendue d'une organisation à générer de la richesse. De plus, les flux prévisionnels doivent être ramenés à leur valeur présente afin de pouvoir comparer des situations différentes de durées et de tenir compte de la dépréciation monétaire.

Les données d'une entreprise se retrouvent dans son bilan et son compte de résultat. Il est donc logique que de nombreuses méthodes d'évaluation reposent sur les documents comptables. Mais les limites de la comptabilité expliquent aussi que les évaluateurs se basent souvent sur des méthodes extra-comptables.

I – Les méthodes d'évaluation comptables

Les méthodes comptables se basent soit sur les stocks que fournit le bilan soit sur les flux fournis par le compte de résultat.

a) L'évaluation par les stocks

Les inconvénients de la comptabilité (essentiellement son analyse rétrospective et son aspect fiscal) nécessitent un travail préparatoire avant de procéder à l'évaluation économique de l'entreprise.

– Les préalables à l'évaluation : les diagnostics à faire.

Ils portent à la fois sur le passé et l'avenir de la société. Il faut prendre des précautions lorsque l'on extrapole des résultats passés. En effet, les documents comptables présentent davantage une réalité fiscale qu'une réalité économique. Par exemple, comme l'évaluation par les stocks se fait par l'intermédiaire de plusieurs bilans, il est nécessaire de s'assurer de la permanence des méthodes pour que les éléments utilisés aient une certaine cohérence. De même, il faut prendre en considération le fait que des charges présentes qui pèsent sur le résultat devraient permettre de réaliser davantage de profit dans l'avenir alors qu'au contraire, des charges faibles aujourd'hui peuvent être le signe d'un vieillissement de l'entreprise et de charges à supporter dans l'avenir.

Il est donc nécessaire de procéder à un diagnostic des documents comptables existants et d'obtenir toutes les informations les concernant. Il faut également faire un diagnostic des points forts et des points faibles extra-comptables de tous les domaines qui intéressent l'entreprise : stabilité et capacité de son personnel, maîtrise technique, efficacité de ses différents départements et services, compétence de sa direction, capacité d'innovation, savoir-faire commercial, état de la concurrence, situation financière... Ce diagnostic permet de découvrir des éléments cachés, non repris dans les comptes.

Comme pour les informations passées, il faut obtenir tous les renseignements intéressant l'avenir de l'entreprise. Dans cet objectif, il faut bien connaître son histoire, la géographie de son actionnariat, les compétences de son personnel, ses produits, ses marchés, ses concurrents.

Surtout, la valeur d'une entreprise dépend de l'importance des bénéfices qu'elle est susceptible de générer dans le futur (la valeur actuelle de ses profits futurs). Or, non seulement l'appréciation de ses profits futurs est délicate, mais se pose aussi la question de l'horizon économique prévisible de son existence : combien d'années l'entreprise est-elle supposée fonctionner ?

– Le choix du taux d'actualisation

L'évaluation de l'entreprise répondant à la recherche de l'évaluation d'une rentabilité pour un investisseur, il est nécessaire de connaître soit le taux de rémunération attendu d'un placement alternatif soit le coût d'opportunité pour un investisseur prenant un risque identique à celui présenté par l'entreprise, augmenté du taux de la hausse des prix. La valeur prise en compte s'appelle le taux d'actualisation. Son appréciation se fait à partir d'éléments exogènes à l'entreprise ou à partir d'éléments qui lui sont endogènes.

. Le choix à partir d'éléments exogènes à l'entreprise.

Trois méthodes sont plus particulièrement utilisées :

- des méthodes basées sur les taux des marchés financiers. Plusieurs taux peuvent être privilégiés : le taux de rendement moyen des obligations de première catégorie (obligations d'Etat), mais ces titres présentent la particularité de ne supporter qu'un risque faible ; le taux de rentabilité du marché boursier, c'est-à-dire leur rendement augmenté de la plus-value de l'ensemble d'un marché, ce qui permet d'apprécier la prime de risque par rapport au taux de rendement des obligations, mais avec l'inconvénient que seul le risque moyen est pris en compte alors qu'il varie d'une entreprise à l'autre ; le taux de rendement du marché boursier qui ne prend en considération que le ratio dividende / cours, mais qui ne tient pas compte des espérances de plus-values au moment de la revente ;

- des méthodes qui font appel à une appréciation subjective du risque : on ampute les flux prévisionnels de bénéfice en raison de leur incertitude. Pour ce faire, on utilise un taux de base majoré (souvent le rendement moyen des obligations auquel on ajoute une prime de risque allant en général de 25 % à 150 %). Ces méthodes sont très utilisées pour l'évaluation d'entreprises en passe d'être cotées ;

- des méthodes basées sur le coût des fonds propres de l'investisseur. Elles ne sont valables que si les bénéfices attendus sont constants et conduisent à leur distribution intégrale sous forme de dividendes.

. Le choix à partir d'éléments endogènes à l'entreprise.

Deux méthodes peuvent être retenues :

- celle qui intègre l'endettement dans le coût des fonds propres. En effet, toutes les méthodes précédentes supposent que l'endettement de l'entreprise est pris en compte dans

le coût des fonds propres. Or, il est parfois nécessaire de calculer à part le poids de cet endettement. Il ne faut alors pas oublier de prévoir les conséquences fiscales du choix de l'endettement en calculant les intérêts nets ;

- celle qui prend en compte l'appréciation de la prime de risque présentée par l'entreprise.

Une entreprise a une valeur parce qu'elle possède des éléments qui ont eux-mêmes une valeur et qui sont repris dans son bilan : actif immobilisé (immobilisations corporelles, incorporelles, financières), actif circulant (stocks, créances, trésorerie). Mais elle a aussi des dettes (financières, d'exploitation, diverses) qui doivent venir en déduction de cette valeur brute que constitue l'addition des éléments précédents. Ainsi, la valeur d'une entreprise correspond à la différence entre son actif et ses dettes, ce qui correspond au montant de ses capitaux propres.

- Les valeurs comptables

Le principe de continuité de l'exploitation conditionne en grande partie les choix retenus en matière d'évaluation patrimoniale. A cet effet, il est nécessaire de distinguer :

- les biens nécessaires à l'exploitation qui sont évalués à leur valeur d'usage, à partir de leur valeur d'assurance ou de remplacement à l'identique dans l'hypothèse où l'entreprise serait créée au moment de l'évaluation, puisqu'elle est supposée les conserver longtemps et les utiliser conjointement avec l'ensemble de ces autres biens d'exploitation ;

- les biens non nécessaires à l'exploitation qui sont évalués à leur valeur vénale ou marchande puisque l'entreprise est susceptible de les vendre à tout moment.

La valeur de l'actif net comptable (ANC), parfois appelée valeur mathématique, peut être déterminée par deux méthodes conduisant au même résultat :

- par le haut de bilan : Actif net comptable = capitaux propres – dividendes à payer

- par le bas de bilan : Actif net comptable = actif total – (passif exigible + dividendes)

Cette méthode repose sur la valeur d'achat des actifs détenus par l'entreprise. Or, cette valeur présente des insuffisances et l'on a l'habitude de calculer un actif net comptable corrigé.

L'actif net comptable corrigé (ANCC) ou valeur intrinsèque se mesure de la manière suivante :

$$\text{ANCC} = \text{actif comptable corrigé} - \text{passif exigible}$$

Elle représente la valeur réelle, même si elle n'est que partielle, de l'entreprise en état de fonctionnement. Elle est calculée à partir de la valeur nette comptable à laquelle on apporte de nombreuses corrections dont on peut citer les plus importantes concernant les principaux postes du bilan et le cas particulier des immobilisations incorporelles.

Des retraitements doivent être effectués par rapport aux principes comptables habituels. Par exemple, la règle de la prudence n'a plus à être appliquée : les plus-values potentielles doivent être prises en compte au même titre que les moins-values potentielles par rapport aux valeurs historiques retenues habituellement par les normes comptables. De la même

manière, le principe des coûts historiques n'a plus de raison d'être : les créances et les dettes doivent être estimées au jour de l'évaluation et non lors de leur entrée dans le bilan. Tous les retraitements nécessitent également l'intégration de leurs conséquences fiscales (plus ou moins-values, crédits d'impôts, réévaluations...).

Les frais d'établissement sont en réalité des charges qui se trouvent au bilan uniquement parce qu'elles peuvent être amorties sur plusieurs années. Les frais d'établissement doivent donc être considérés comme de l'actif fictif, sans valeur. Il n'en est pas de même pour les frais d'étude et les frais de recherche qui, le plus souvent, constituent une véritable valeur pour l'avenir de l'entreprise.

Les terrains sont évalués par des experts selon les conditions en vigueur sur le marché local. Un abattement de 30 à 50 % est en général réalisé sur la partie bâtie. Si les terrains sont loués, il faut tenir compte des indemnités qui devront être éventuellement versées au propriétaire.

Les constructions d'exploitation sont évaluées à la valeur acceptable pour une construction de même utilité. On peut choisir la valeur d'assurance avec un abattement ; la valeur de reconstruction de laquelle on déduit un coefficient de vétusté, en général de 2 % à 5 % par an, et à laquelle on ajoute un coefficient de revalorisation, par exemple si la construction, totalement amortie, est toujours utilisée ; la valeur de comparaison établie à partir des prix pratiqués sur des transactions portant sur des constructions identiques ; la valeur d'acquisition égale à la valeur d'origine multipliée par un coefficient représentatif de l'érosion monétaire. En revanche, les constructions hors exploitation sont évaluées à leur valeur vénale nette.

Les matériels sont évalués selon leur cote, déterminée en fonction de leur ancienneté si ces valeurs sont publiées dans des revues spécialisées ou selon la méthode d'acquisition (prix à l'origine multiplié par le coefficient d'érosion monétaire et par un coefficient de vétusté pour tenir compte de leur obsolescence et de leur plus faible rentabilité que celle d'un matériel neuf) s'ils ne sont pas cotés.

Il ne faut pas oublier les immobilisations prises en crédit-bail. En effet, lors de l'acquisition des biens à l'échéance du contrat, le prix finalement payé est souvent inférieur à la valeur vénale. Il faut donc prendre en considération la valeur de ces immobilisations et les amortir, même si, juridiquement, elles ne sont pas la propriété de l'entreprise et considérer les loyers encore dus comme des dettes. De plus, si le crédit-bail a été considéré comme une dette, il faut ajouter aux dettes à long terme la valeur actualisée des loyers correspondants et porter leur contrepartie à l'actif. En revanche, si l'on a considéré le crédit-bail comme un actif amortissable plus une dette, il faut traiter les biens en crédit-bail comme des actifs amortissables en déduisant chaque année les amortissements et en portant la contrepartie au passif.

Dans les immobilisations financières, les titres détenus par l'entreprise sont évalués à partir de la moyenne des cours boursiers des trois mois qui précèdent l'évaluation s'ils sont cotés sur un marché ou à partir de la valeur de la société concernée et du pourcentage de son capital détenu s'ils ne font l'objet d'aucune cotation. Des retraitements sont cependant nécessaires selon le pourcentage de participation dans le capital : plus la détention est minoritaire, plus le montant de la décote à pratiquer doit normalement être important. Ce

pourcentage dépend de la répartition de la partie restante du capital : plus les actions sont éparpillées dans de nombreuses mains, moins la décote doit être forte.

Les stocks doivent faire l'objet d'un inventaire physique extra-comptable et être évalués à leur valeur marchande pour les stocks achetés à des tiers ou à leur coût de revient ou de production pour les produits fabriqués par l'entreprise elle-même ou pour les travaux et les produits en cours.

Les créances sont évaluées à leur valeur effective, ce qui peut poser des difficultés pour celles libellées en devises et les créances douteuses.

Dans les comptes de trésorerie, les valeurs mobilières de placement cotées doivent être évaluées à la moyenne de leurs cours, en tenant compte de l'incidence fiscale des plus-values éventuelles.

Les provisions pour risques et charges doivent être traitées avec soin. En effet, si les immobilisations ont été évaluées en tenant compte de ces charges futures, les provisions doivent être retirées du passif.

En ce qui concerne les dettes, il est parfois nécessaire d'actualiser au coût effectif de l'argent sur le marché les dettes qui ont été obtenues à des taux d'intérêt particulièrement faibles. En effet, une dette à intérêt faible ou nul coûte moins chère à un acquéreur éventuel qu'une dette portant sur un intérêt normal. Elle doit donc être dépréciée du montant calculé. Il faut cependant se méfier d'un retournement conjoncturel qui conduirait à une inversion du sens de l'influence des taux d'intérêt sur les dettes.

Il faut également intégrer dans la valeur de l'actif net comptable corrigé les risques non provisionnés, les risques d'impayés, les éléments portés dans le hors-bilan si la probabilité d'une réception ou d'un engagement définitif semble forte et les dividendes à payer pour l'exercice en cours.

Les immobilisations incorporelles ne sont pas, en général, intégrées dans le calcul de l'actif net car leur valeur intervient directement dans le calcul de la rentabilité de l'entreprise. Il existe trois exceptions : le droit au bail, les marques et les brevets qui font partie du fonds commercial de l'entreprise.

En général, le droit au bail, protection légale qui permet à une entreprise d'exploiter un local commercial, est évalué par la somme actualisée de la différence entre le loyer moyen du marché et le loyer effectivement payé. Cette différence est fonction de l'emplacement du local, de la durée du bail, des clauses du contrat... Les brevets qui font l'objet de licences sont en général évalués à partir de l'actualisation de leurs royalties nettes d'impôt.

Pour toutes ces immobilisations immatérielles, il faut veiller à ne pas les prendre en considération deux fois dans l'hypothèse où l'évaluation serait effectuée à la fois par une méthode patrimoniale et une méthode de rentabilité.

– Les valeurs fonctionnelles

Elles sont basées sur l'idée qu'une entreprise a une valeur en fonction de son aptitude à exercer une activité. Deux méthodes sont plus particulièrement utilisées : la valeur

substantielle et les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation. Quelques cas particuliers d'évaluation peuvent aussi être cités.

. La valeur substantielle.

Il existe plusieurs définitions de la valeur substantielle.

La première définition correspond à la valeur de continuation estimée sur la base de la valeur présente des biens et droits qui constituent le patrimoine de l'entreprise. En plus des actifs appartenant à l'entreprise, on prend en considération les biens loués ou pris en crédit-bail, les dépenses de remise en état alors que l'on retire les actifs inutiles, financiers ou hors exploitation. La valeur substantielle est ainsi calculée :

VS = actif brut corrigé dans l'optique de la continuation de l'exploitation

La deuxième définition correspond à l'actif net comptable corrigé sans déduction des dettes. La valeur substantielle représente alors les emplois utilisés par l'entreprise pour assurer son exploitation, sans tenir compte de leur mode de financement. Si tous les experts s'accordent pour ne pas tenir compte des biens ne servant pas à l'exploitation, un débat existe entre eux pour savoir s'il faut inclure dans la valeur substantielle les biens en location utilisés de manière durable pour l'exploitation et s'il faut déduire les réparations à effectuer sur ces actifs. La formule utilisée est souvent la suivante :

VS = actif net comptable corrigé + passif exigible + éléments d'exploitation loués – coûts de réparation.

. Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation.

Ils correspondent aux ressources qui permettent à l'entreprise d'assurer son équilibre financier et un fonctionnement économique optimal de son potentiel productif. Ils doivent donc correspondre au financement de ses investissements et du montant permanent de son besoin en fonds de roulement, compte tenu des prévisions d'activité. Ils sont égaux aux valeurs immobilisées nécessaires à l'exploitation (hors éléments financiers ou hors exploitation) augmentées du besoin en fonds de roulement normatif nécessaire à la mise en valeur de ces immobilisations. La philosophie de la méthode est donc beaucoup plus financière qu'industrielle.

b) L'évaluation par les flux

L'idée générale présidant aux méthodes d'évaluation par les flux est que la valeur de l'entreprise dépend non seulement du prix auquel on peut estimer qu'on la revendra à un horizon donné, mais aussi de l'un des revenus (la valeur ajoutée, l'excédent brut d'exploitation, le résultat courant avant impôt, le résultat net comptable, le dividende, les flux de trésorerie disponible, la capacité d'autofinancement, l'autofinancement, égal à la capacité d'autofinancement de laquelle on retranche les dividendes distribués) qu'elle génère et que l'on peut capitaliser sur une certaine période. Parfois, la capitalisation est réalisée à un horizon infini. Elle est alors remplacée par l'actualisation qui s'applique sur une période limitée (en général trois ou cinq ans) et qui se fait au taux de rentabilité exigé par les investisseurs.

Toutes les méthodes d'évaluation par les flux reposent sur deux principes :

. le bénéfice actualisé. Le bénéfice actualisé d'un investissement correspond aux flux nets de trésorerie (donc sans les amortissements) qu'il dégage et est égal à ses encaissements (cash-flows nets + valeur terminale) actualisés diminués de ses décaissements (investissement + accroissements des besoins en fonds de roulement) actualisés.

. le taux de rentabilité interne d'un investissement.

– Les méthodes de capitalisation et d'actualisation

Plusieurs résultats de l'entreprise peuvent être capitalisés, mais c'est surtout la capacité d'autofinancement qui fait l'objet d'une capitalisation car c'est ce concept qui est le plus souvent actualisé.

La valeur de rendement la plus utilisée est le résultat net comptable de l'exercice ou la moyenne des résultats nets comptables des trois dernières années.

La valeur de rentabilité part du dividende réellement perçu par le détenteur d'un titre de l'entreprise.

La valeur du potentiel théorique de croissance de l'entreprise est fournie par la capitalisation de la capacité d'autofinancement alors que la valeur de son potentiel net est donnée par la capitalisation de l'autofinancement.

c) L'évaluation par le goodwill

La valeur d'une entreprise n'est pas seulement l'addition d'éléments matériels mais leur agrégation avec des facteurs subjectifs qui forment une véritable organisation. L'évaluation par le goodwill (survaleur) combine les méthodes d'évaluation à partir du patrimoine et à partir des flux. Les principes de l'évaluation par le goodwill sont communs à toutes les méthodes qui utilisent ce concept.

Il existe deux notions de goodwill. La notion comptable correspond à une différence entre une valeur de bilan réévaluée et une valeur calculée. La notion financière s'explique par le surplus, à une date donnée, de la valeur globale d'une entreprise par rapport à la valeur déterminée à partir de son bilan. C'est cette dernière approche qui est le plus souvent retenue.

Le goodwill est calculé à partir de la capitalisation de l'écart entre le profit effectif de l'entreprise et le profit qu'elle devrait normalement retirer de sa structure patrimoniale. Cet écart correspond à un ensemble subjectif d'immobilisations incorporelles (appelées fonds de commerce) qui provient de l'organisation générale de l'entreprise, de son emplacement, de l'impact de son nom, du savoir-faire de son personnel, du dynamisme de sa gestion, de la réputation qu'elle a auprès de ses clients, de la fidélité et de la qualité de ces derniers, de ses relations avec ses fournisseurs, de l'accueil général réservé à ses produits, de l'attitude de ses concurrents...

Cet ensemble est évalué globalement et non par la somme des différents éléments qui le composent. En effet, son existence permet à l'entreprise d'obtenir une rente économique, c'est-à-dire une capacité bénéficiaire supérieure à ce qu'elle devrait être si on ne tenait compte que des postes inscrits dans son bilan. Par exemple, des charges inscrites dans le compte de résultat et non dans le bilan (les frais de publicité, de recherche, de

développement d'un réseau commercial...) contribuent à donner cette valeur supplémentaire à l'entreprise.

Le bénéfice d'exploitation pris en compte est soit la moyenne des bénéfices passés soit les anticipations de bénéfices futurs qui peuvent être pondérés de manière décroissante à mesure que le temps passe. En effet, l'une des difficultés du goodwill est que sa valeur varie avec le temps.

Il peut arriver que le goodwill se transforme en badwill lorsque la capacité bénéficiaire effective de l'entreprise est inférieure à ce qu'elle devrait normalement être.

Ainsi, la valeur globale d'une entreprise est égale au montant de son actif net comptable corrigé plus la valeur de ces éléments incorporels représentés par le goodwill :

Certains évaluateurs utilisent la valeur substantielle ou les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation plutôt que l'actif net comptable corrigé.

. La rente du goodwill

La différence entre la capacité bénéficiaire réellement observée dans l'entreprise et la capacité bénéficiaire qui devrait normalement être générée par les éléments constitutifs de son bilan est appelée le super-bénéfice ou la rente du goodwill. La capacité bénéficiaire normale se calcule soit en fonction des taux de rentabilité que l'on rencontre habituellement dans des entreprises dont la situation est semblable à celle de l'entreprise concernée soit en fonction du taux de rentabilité minimal qu'un investisseur est en droit d'attendre de l'acquisition d'une telle entreprise. Le super-bénéfice s'explique par la rente de situation dont toute entreprise bénéficie, quelle qu'en soit la raison par rapport à ses concurrents.

Quelle que soit la capacité bénéficiaire prise en considération, elle doit être corrigée pour tenir compte des retraitements entraînés par le calcul de l'actif net comptable corrigé (sursalaires ou autres avantages anormaux dont bénéficient les dirigeants, charges ou produits générés par une évaluation correcte des stocks, véritables dotations aux amortissements et aux provisions, produits et charges exceptionnels éliminés...).

Le goodwill est calculé à partir de l'actualisation de la rente du goodwill sur sa durée de vie estimée. L'actualisation est nécessaire car l'encaissement de la rente est différé dans le temps. Le taux d'actualisation retenu mesure le taux de renoncement de la disponibilité financière des capitaux. Il est calculé à partir du taux de placement minimum des capitaux, de la prime de risque de l'entreprise considérée, de la rentabilité du secteur auquel elle appartient, de la hausse des prix prévue.

. Les méthodes de calcul du goodwill

Deux grandes méthodes sont proposées de l'évaluation par le goodwill : la méthode indirecte (dite méthode des praticiens) dans laquelle la rente du goodwill est capitalisée sur une durée infinie, à partir du taux de rentabilité et la valeur globale de l'entreprise est égale à la moyenne de la somme de l'actif net comptable corrigé et de la valeur de rendement et la méthode directe (dite méthode des Anglo-Saxons) dans laquelle la rente du goodwill est capitalisée sur une durée infinie au taux d'actualisation, souvent majoré de 25 à 50 % pour prendre en compte le risque. La valeur obtenue par cette méthode est supérieure à celle obtenue par la méthode indirecte parce que le super-bénéfice est capitalisé sur une période

infinie et les valeurs obtenues de cette façon sont toujours supérieures aux valeurs trouvées par l'actualisation à un horizon fini de n périodes.

Les méthodes d'évaluation basées sur le goodwill présentent l'avantage de la simplicité et de la rapidité. Elles condensent différentes approches de l'évaluation. En effet, elles sont fondées sur la notion de richesse et d'accumulation prévisionnelle du profit, prennent en compte le fait que la rente du goodwill est directement dépendante du risque d'exploitation de l'entreprise (structure de ses coûts, niveau d'activité...) et permettent de gommer les erreurs provenant d'une mauvaise évaluation des actifs d'exploitation. Ainsi, une surévaluation est compensée par une réduction du goodwill puisque la rentabilité est calculée à partir des capitaux nécessaires tandis qu'une sous-évaluation est compensée par une augmentation du goodwill.

Mais elles présentent plusieurs difficultés : fixation de la durée de la rente, hypothèse de la continuation sur le long terme d'une tendance fixée à l'origine (de nombreuses entreprises en croissance voient leur situation se retourner au bout de quelques années), utilisation de paramètres souvent simplistes sans tenir compte des problèmes d'équilibre financier, d'investissement et de financement.

Au total, les méthodes du goodwill sont beaucoup plus envisageables pour des entreprises de taille modeste, à structure simple, à croissance faible ou nulle, à activité non cyclique et dont la technologie est stabilisée, que pour des entreprises de grande taille.

Cependant, ces méthodes d'évaluation comptables présentent toutes le même inconvénient. En effet, s'il est logique que les éléments constitutifs du bilan soient évalués de manière indépendante, il est également nécessaire de prendre en considération leur complémentarité. Par exemple, l'ensemble composé d'un terrain et d'un entrepôt n'a pas la même valeur que la somme des valeurs du terrain et de l'entrepôt pris séparément. C'est ce que cherchent à pallier les méthodes d'évaluation extra-comptables.

II - Les méthodes d'évaluation extra-comptables

Il est parfois possible de s'exonérer des contraintes engendrées par les retraitements comptables indispensables. Ce sera le cas pour la société une fois cotée (capitalisation boursière mesurée par le cours de l'action $\times$ le nombre d'actions) et pour une société non cotée détenue par quelques actionnaires majoritaires qui s'intéressent à la stratégie suivie par leur entreprise.

a) L'évaluation par les multiples

Les méthodes d'évaluation par les multiples reposent sur des comparatifs de résultats d'entreprises semblables déjà cotées en prenant une moyenne de leurs résultats. Elles présentent la caractéristique de fournir une évaluation globale de l'entreprise. En effet, elles ne valorisent pas les actifs et les passifs, mais la rentabilité générée par leur utilisation. Elles conduisent à la détermination d'une valeur d'autant plus élevée que les anticipations de croissance sont fortes, que l'entreprise semble présenter peu de risques et que le taux de rentabilité attendu est faible.

Il est possible de sélectionner de nombreux résultats pouvant faire l'objet d'un calcul de multiples : résultat d'exploitation avant impôt (EBIT en anglais), excédent brut d'exploitation (EBITDA). L'inconvénient de telles pratiques est de fournir une valeur souvent sur-estimée car la difficulté est de trouver des sociétés véritablement comparables, surtout dans des secteurs innovants.

. Les multiples des dividendes.

Le revenu attendu pour une action correspond au dividende qui est versé. La valeur d'une action est égale à la somme actualisée des dividendes futurs anticipés provenant du taux de croissance de la rentabilité financière future de l'entreprise. L'une des applications les plus connues de la politique des multiples des dividendes est la méthode du coefficient de capitalisation boursière (price earning ratio PER). Le PER, mesuré par le ratio cours / bénéfice par action est égal au rapport entre la valeur de l'entreprise et son bénéfice net par action. Il mesure le nombre d'années pendant lesquelles il faut détenir une action de la société pour que celle-ci soit remboursée. La difficulté est la prévision des bénéfices nets futurs.

. Le délai de recouvrement

Le délai de recouvrement théorique du prix d'une action correspond au flux futur du bénéfice par action actualisé au taux de rendement (c'est-à-dire le taux d'intérêt) des obligations à long terme. Le détenteur d'une action peut ainsi déterminer le délai (exprimé en nombre d'années) que prendra son retour sur investissement par rapport à un placement en obligations.

. Les multiples du chiffre d'affaires.

On calcule le rapport entre la valeur de l'entreprise et son chiffre d'affaires. Cette méthode permet d'obtenir une évaluation d'une entreprise ne faisant pas encore de profits.

. Les multiples de l'excédent brut d'exploitation.

On calcule le rapport entre la valeur de l'entreprise et son excédent brut d'exploitation.

b) L'évaluation stratégique

Les méthodes qui reposent sur l'évaluation stratégique présentent l'avantage de fournir de base à la valeur de contrôle dont bénéficient les actionnaires majoritaires, même si le principe est que tous les actionnaires doivent avoir des titres dont la valeur unitaire est identique. L'évaluation stratégique permet de prendre en compte les particularités de chaque entreprise, par exemple en tenant compte des synergies qu'un repreneur industriel peut ajouter à une entreprise en l'achetant grâce aux liens qu'il peut lui faire nouer avec une autre entreprise.

- L'évaluation par la valeur économique

Cette méthode part de l'idée que les propriétaires d'une entreprise ne recherchent qu'une chose : que celle-ci crée de la valeur afin que leur revenu et leur capital augmentent. La valeur d'une entreprise est la somme de la valeur de ces actifs et de la valeur de croissance générée par ses avantages particuliers : situation de monopole, découverte de nouveaux

marchés... Deux possibilités sont envisagées : l'évaluation par les flux de trésorerie disponible (méthode DCF) et le modèle EVA.

. L'évaluation par les flux de trésorerie disponible (méthode DCF).

On divise la valeur de l'entreprise en deux parties : la valeur actuelle des flux de trésorerie disponibles pendant la période de prévision et la valeur actuelle du cash-flow après cette période (ou valeur terminale). Comme une entreprise n'a de valeur que par rapport à l'avenir et non par rapport à son passé, il est nécessaire de réaliser des prévisions en fonction de différentes hypothèses de croissance. Le cash-flow disponible pris en considération correspond aux flux de trésorerie après impôt dégagés par l'actif économique et actualisés au coût moyen pondéré du capital. Il est mesuré par le cash-flow total après impôt, égal au résultat d'exploitation après impôt et avant frais financiers diminué de la variation du besoin en fonds de roulement et des investissements réalisés.

. Le modèle EVA.

L'EVA, la valeur économique ajoutée, est, pour une période t , le produit des capitaux investis par la différence entre la rentabilité économique de ces capitaux et le coût moyen pondéré du capital de l'entreprise. L'objectif de l'entreprise est de maximiser l'EVA qui est une mesure de sa performance.

- La méthode du cash flow non distribué (sinking fund)

Il s'agit d'un modèle qui propose un multiplicateur du cash-flow disponible. Il permet d'indiquer la part des cash-flows nets distribuables quand l'investisseur souhaite disposer, en fin de période, d'actifs sans valeur résiduelle et ayant la même valeur qu'au début, que la rentabilité qu'il exige soit identique ou non à la rentabilité des cash-flows réinvestis. La méthode présente les deux avantages de fournir un multiplicateur de cash-flows anticipés à un horizon limité et de prendre en compte un taux de rentabilité exigé par l'investisseur différent du taux de rentabilité de l'entreprise. En revanche son inconvénient est de ne pas prendre en considération la dette financière et les charges qu'elle entraîne.

Chaque méthode d'évaluation présentée conduit à des résultats qui lui sont propres. La prise en compte des différences permet de comprendre la situation de l'entreprise. Par exemple, si l'évaluation comptable est supérieure à l'évaluation par les multiples, cela signifie que l'entreprise a plus de valeur par son passé que par ses perspectives de rentabilité et que la somme de ses éléments constitutifs est plus significative que leur agrégation. Il s'ensuit souvent une cession des actifs qui présentent la rentabilité la plus faible. La situation inverse signifie que l'entreprise bénéficie d'une rente de situation.

Nombre de ces méthodes repose sur l'avenir dont l'incertitude est la marque la plus notable et sur des processus d'actualisation dont la fiabilité dépend du taux retenu, le plus souvent le taux de rentabilité exigé par les investisseurs. Or, il s'agit d'un concept subjectif et très dépendant de l'environnement financier au moment du calcul : toute évaluation est datée et n'est valable qu'au moment où elle est effectuée. L'évaluation doit être précise car sinon existe un risque d'échec de l'offre elle-même : que les fonds levés soient inférieurs aux attentes avec de nombreuses conséquences pour l'avenir. Cette première évaluation permet

de connaître la valeur du patrimoine des dirigeants utilisable en cas de transmission ou de donation.