



INSTITUT
DE L'ÉPARGNE
IMMOBILIÈRE
& FONCIÈRE

LA REVUE DE L'IEIF

RÉFLEXIONS

immobilières

n° 76

2^e trimestre 2016

Entre nous...
Interview d'Odile Decq,
architecte

Le coworking,
laboratoire du travail
et de la ville de demain

par NATHANAËL MATHIEU

Afrique

Pays du Maghreb : les efforts
de développement des marchés
immobiliers

par FABRICE LÉGER

Maroc : vers un renouveau
de l'investissement immobilier ?

par NAZIH CHENTOUF

Promotion immobilière : l'Afrique
francophone, futur eldorado ?

par YVES MEDJEUMEN

Crowdfunding immobilier :
fonctionnement, enjeux...
et défis !

par CÉLINE MAHINC et CHLOÉ MAGNIER

Sommaire complet en page 2



N° 76

2^e TRIMESTRE 2016

3 **ENTRE NOUS...**
Interview d'Odile Decq,
architecte

9 **AFRIQUE**
Pays du Maghreb : les efforts
de développement des marchés
immobiliers
par Fabrice Léger

15 **Maroc : vers un renouveau
de l'investissement immobilier ?**
par Nazih Chentouf

21 **Promotion immobilière :
l'Afrique francophone, futur
eldorado ?**
par Yves Medjeumen

29 **FINANCEMENT IMMOBILIER**
**Crowdfunding immobilier :
fonctionnement, enjeux...
et défis !**
par Céline Mahinc et Chloé Magnier

35 **IMMOBILIER D'ENTREPRISE**
**Le *coworking*, laboratoire
du travail et de la ville de demain**
par Nathanaël Mathieu

40 **Marketing et innovation dans
la mise en location de l'immobilier
d'entreprise**
par Laurent Lehmann

47 **Les charges locatives,
une inconnue dans l'équation
immobilière**
par Guillaume Parisot

51 **LOGEMENT**
**Le tiers-financement de la
rénovation énergétique : état
des lieux et perspectives**
par Olivier Ortega

55 **CONSTRUCTION**
**La maquette numérique BIM
comme levier de valorisation**
par Gabrielle Millan

61 **LES CAHIERS PALLADIO**
**Le *crowdfunding* à l'assaut
de la promotion immobilière**
par Maxime Gille

65 **L'ACTUALITÉ BIBLIOGRAPHIQUE**



Pour vous abonner : www.ieif.fr
Pour proposer un article :
contacter Soazig Dumont
soazig.dumont@ieif.fr

LE CROWDFUNDING À L'ASSAUT DE LA PROMOTION IMMOBILIÈRE

par **Maxime Gille** Diplômé du master 246, Management de l'immobilier,
Université Paris-Dauphine

Le financement participatif (en anglais *crowdfunding*) pourrait-il devenir une alternative efficace au financement de la promotion immobilière¹ ?

Apparu aux États-Unis à partir de 2005, le *crowdfunding* (ou financement participatif) consiste à faire financer des projets culturels ou entrepreneuriaux par une communauté d'internautes afin de pallier une défaillance et/ou un désintérêt des organismes bancaires. En ce sens, il offre une alternative de financement aux activités mal financées ou difficiles à financer. D'autant que, depuis la faillite de Lehman Brothers, en 2008, les instances suprêmes de la finance ont adopté des dispositions plus strictes à l'encontre des établissements bancaires.

En effet, dans le but de renforcer leur solvabilité, les accords internationaux de « Bâle III » ont relevé l'exigence minimale de fonds propres réglementaires (8 %) afin de contenir le risque systémique. Ces nouvelles dispositions ont permis d'assainir la sphère

financière, et ce aux dépens du financement de l'économie réelle. Dans ce contexte, le *crowdfunding* s'est très rapidement étendu au financement de l'économie en proposant une offre alternative et/ou complémentaire aux organismes bancaires. À tel point que le magazine *Forbes* anticipe un marché à 1 000 milliards de dollars en 2020.

LE DÉPART EN FLÈCHE DU FINANCEMENT PARTICIPATIF

En France, le financement participatif n'a émergé qu'à partir de 2006 avec la création de la plateforme MyMajorCompany, dont l'objet consiste en financement et promotion d'artistes (Grégoire, Joyce Jonathan, etc.) *via* des dons avec contreparties des internautes. Depuis le phénomène « Grégoire », l'activité n'a eu de cesse de se développer. Ainsi, le montant des levées de fonds et le nombre de plateformes ont littéralement explosé.

En 2014, les pouvoirs publics ont recensé plus d'une centaine de plateformes tandis que le montant total des fonds levés a atteint 152 millions d'euros (soit une progression de 1 280 % par rapport à 2011), répartis entre les prêts (88,40 millions d'euros), les dons (38,20 millions d'euros) et les investissements en capital (25,40 millions d'euros).

Réglementation. Forts de cette émergence, les acteurs du financement participatif et les associations professionnelles ont effectué un lobbying intense auprès de l'administration afin d'assouplir le

Les Cahiers Palladio

En portant ces « Cahiers », la **Fondation Palladio** donne la parole à ses boursiers, doctorants et chercheurs, ainsi qu'aux lauréats des prix qu'elle parraine. Les Actes de l'Institut Palladio y ont aussi leur tribune.

Depuis 2010, *Réflexions Immobilières* ouvre ses portes aux Cahiers Palladio en leur dédiant cet espace pour favoriser le dialogue avec tous ceux qui contribuent à l'élaboration de la Cité : www.fondationpalladio.fr/nos-publications.

1. Cet article est l'abstract de son mémoire pour lequel l'auteur s'est vu décerner le Prix junior de l'immobilier au SIMI 2015, organisé par le groupe Moniteur et parrainé par la Fondation Palladio.



monopole bancaire historique et de créer un véritable cadre réglementaire en faveur du financement participatif. Il en résulte une ordonnance en date du 30 mai 2014 et un décret daté du 16 septembre 2014, lesquels fixent des règles pour exercer cette activité et financer un projet.

Ces dispositions varient en fonction du modèle et des services proposés par les plateformes. Toutefois, quel que soit le modèle économique de ces dernières, un plafond de financement par projet à 1 million d'euros a été instauré. Ce cadre réglementaire a vocation à structurer le développement soutenu de ce concept, d'autant que les plateformes s'ouvrent à de nouveaux marchés qu'elles jugent « mal financés ».

Financement de l'immobilier. Désormais, elles développent de manière active le financement d'opérations immobilières (promotion immobilière, investissement locatif et opérations de marchands de biens). Et pour cause, elles profitent de facteurs relativement favorables.

- ▶ En premier lieu, le secteur de la promotion immobilière pâtit fortement de la léthargie des établissements bancaires en matière de financement aux entreprises, conséquence directe de l'exigence en fonds propres des accords de « Bâle III ». En effet, les opérateurs (promoteurs, aménageurs et marchands de biens) éprouvent les plus grandes difficultés à obtenir un financement. D'autant que les rythmes de commercialisation s'allongent, ce qui impacte directement le montage financier traditionnel des opérations, élaboré à partir des fonds propres du promoteur immobilier (20 %), du crédit-promoteur de l'organisme bancaire (40 %) et des appels de fonds des acquéreurs en vente en état futur d'achèvement (40 %). Ainsi, ces opérateurs ont besoin d'une source de financement alternative pour boucler le financement d'une opération et/ou libérer des capitaux afin de développer une nouvelle opération.
- ▶ En second lieu, le secteur profite d'une appétence particulière des épargnants pour l'actif immobilier. En effet, l'épargnant français est viscéralement attaché à la pierre. Dans un contexte où les placements traditionnels tels que le livret A ou la Bourse offrent peu de visibilité en termes de rendement, l'offre des plateformes de *crowdfunding* oscille entre 6 et 12 % l'an – voire plus – selon le modèle (obligataire ou participation en capital). De quoi attirer un certain nombre d'investisseurs, d'autant que, à l'inverse des valeurs boursières, le sous-jacent revêt un caractère rassurant : l'immobilier est un actif tangible, fongible et pérenne.
- ▶ Enfin, l'action du *crowdfunding* immobilier intervient dans un contexte favorable à la construction de logements. En effet, les pouvoirs publics et la Fondation Abbé Pierre affirment qu'il manque près de 150 000 logements chaque année. Pourtant, ce ne sont pas les projets qui manquent... C'est

pourquoi les plateformes de *crowdfunding* ont développé un service proposant une alternative au financement bancaire ou, à tout le moins, une source de financement complémentaire. Avec quel avenir ?

RENFORCER LES FONDS PROPRES DES PROMOTEURS

Sans surprise, l'enjeu du financement d'une opération immobilière est une préoccupation qui concerne tout particulièrement les opérateurs de petite et moyenne envergure, c'est-à-dire des promoteurs immobiliers locaux ou régionaux. Ces derniers manifestent une véritable problématique de rareté des fonds propres et, en ce sens, constituent le cœur de cible privilégié des plateformes. Et pour cause, si l'ensemble de la filière éprouve un besoin récurrent en fonds propres pour poursuivre le développement d'opérations, force est de constater que les opérateurs nationaux semblent mieux lotis puisqu'ils disposent d'un accès aisé à d'autres sources de financement, telles que les émissions d'actions et/ou d'obligations, auprès d'un large public. D'ailleurs, en raison de la faiblesse historique des taux d'intérêt, ces derniers n'ont pour le moment pas intérêt à recourir aux plateformes de *crowdfunding*.

Le mécanisme du financement participatif offre aux promoteurs immobiliers une solution pour renforcer leurs fonds propres vis-à-vis d'organismes bancaires veillant scrupuleusement au respect d'un ratio minimum de 20 % – voire davantage. En raison de la forte consommation en fonds propres de cette activité, il leur offre également une opportunité de libérer des liquidités immobilisées dans un projet unique afin (éventuellement) de développer plusieurs projets en parallèle. En ce sens, il finance le développement de leur activité tout en leur offrant la possibilité de diversifier leur risque sur plusieurs opérations et d'améliorer leur rentabilité globale par le mécanisme de l'effet de levier.

Deux modes de financement. En outre, il convient de préciser que l'offre de financement développée par ces plateformes se caractérise par une souplesse très appréciable des promoteurs immobiliers. Selon son profil et son besoin, l'opérateur a la possibilité de sélectionner un modèle de financement par obligations ou par actions. Étant entendu que ces deux modèles emportent des effets économiques et juridiques différents.

- ▶ Obligations. Plus répandu, en raison d'un fonctionnement simplifié et maîtrisé, le modèle de financement par émission obligataire se caractérise par des conditions économiques prédéterminées entre les parties. À ce titre, il comporte une rémunération fixe, susceptible de varier entre 6 et 10 % par an, et une durée de l'ordre de deux à trois ans. Le montage est assuré soit par l'intermédiaire d'une holding, auprès de laquelle sont souscrites

les obligations, qui procède à un apport en fonds propres dans une SCCV, soit par souscription d'obligations directement auprès d'une SAS qui gère l'opération.

Ces conditions sont plébiscitées par des investisseurs et des opérateurs. En effet, malgré un potentiel de rémunération inférieure à celui du montage par actions, le montage obligataire offre davantage de garanties aux investisseurs. En dépit des risques inhérents aux produits proposés par les plateformes de *crowdfunding*, ce dernier s'analyse davantage comme un placement qu'un investissement. Et pour cause, il « assure » un coupon annuel et un rang de remboursement supérieur en cas de défaillance de l'opérateur. Ainsi, en comparaison au modèle en actions, les investisseurs sont (un peu) mieux protégés contre le risque de perte en capital.

► **Actions.** Le montage par actions, ou par prise de participation, est essentiellement plébiscité par des investisseurs plus avisés et en quête de rentabilité élevée. En effet, il offre un potentiel de rémunération très élevé par rapport à l'obligataire. En revanche, à l'exception d'une faible rémunération en compte courant d'associés, qui permet d'assurer un gain minimum, aucune rémunération n'intervient avant la vente du dernier lot de l'opération.

Ce montage s'opère à travers une holding, auprès de laquelle sont souscrites des actions, qui procède à un apport en fonds propres et à un prêt par compte courant d'associés à la SCCV qui gère l'opération. Il s'apparente véritablement à un investissement, plus qu'à un placement, la rémunération étant mesurée en taux de rentabilité interne de la mise et liée aux risques inhérents au projet. De sorte qu'aucune rémunération fixe n'est déterminée en amont, l'investisseur se rémunérant sur la marge (effectivement) réalisée à raison de 12 % par an en moyenne (voire davantage). Néanmoins, cette rentabilité suppose que la marge de l'opération soit réalisée, que les durées de commercialisation et de travaux soient respectées et le coût de construction maîtrisé.

Pour les opérateurs, le calcul est tout autre. En effet, le coût engendré par ce montage est très élevé en comparaison des frais financiers supportés sur la ligne bancaire. Pour autant, ils sont prêts à rémunérer ces capitaux chèrement. Et pour cause, ils s'assimilent à des (quasi) fonds propres ce qui permet aux opérateurs de libérer ou de financer une partie des leurs. L'effet de levier, lié à la marge du projet par rapport aux apports initiaux, permet d'absorber très largement ce coût.

D'ailleurs, certains opérateurs n'ont pas attendu l'émergence d'un tel phénomène pour lever des fonds auprès d'investisseurs. Ils faisaient appel à des *sleeping partners*, c'est-à-dire des investisseurs participant au tour de table sans s'immiscer dans le montage du projet. En

revanche, les plateformes ont démocratisé ce recours en offrant la possibilité à l'ensemble des opérateurs de lever rapidement des fonds (environ un mois), et ce en s'affranchissant de la nécessité de rechercher un ou plusieurs partenaires financiers.

Choix de circonstances. Les opérateurs immobiliers s'orienteront vers un modèle en obligations ou en actions en fonction de leur besoin, c'est-à-dire selon qu'ils souhaitent financer ou libérer leurs fonds propres. En effet, le modèle en actions inclut véritablement la holding des investisseurs dans le tour de table de l'opération. Cela induit un partage des risques, toutefois limité aux capitaux investis, mais engendre surtout un partage de la marge (généralement capée). Or, si un promoteur immobilier appréciera le partage du risque, il appréciera moins volontiers le partage de sa rémunération. En conséquence, ce montage s'adresse plus précisément à des opérateurs en recherche de financement de fonds propres, prêts à partager leur marge pour boucler leur financement.

UNE NÉCESSAIRE APPRÉCIATION DES RISQUES

Ce nouveau mode de financement alternatif s'inscrit dans une véritable tendance « d'uberisation » de l'économie. Un phénomène qui devrait contribuer à redynamiser une industrie qui, ne s'y prêtant pas vraiment, n'avait pas ou peu connu de révolution numérique jusqu'à présent. À ce jour, le financement participatif constitue un outil très séduisant pour des opérateurs en quête de liquidités ainsi que pour des investisseurs en quête de fortes rentabilités.

Pour autant, il convient de conserver une certaine prudence afin de ne pas céder à un engouement spéculatif, et ce en particulier pour les investisseurs. En effet, le sous-jacent (*a priori*) populaire ne doit pas leur faire oublier que le rendement d'un investissement est proportionnel à son risque. Les projets proposés par les plateformes de financement participatif ne dérogent pas à cette règle, même si elles les sélectionnent au préalable en fonction de critères très précis. Ainsi, il est impératif d'identifier en amont les risques de ces investissements, à savoir la solidité financière et l'expérience du promoteur immobilier, l'adéquation du prix de commercialisation avec le marché et la bonne maîtrise des coûts de production.

Dérive des coûts de construction. Ces risques sont de nature à réduire en tout ou partie la performance de l'investissement. De l'allongement de la durée de commercialisation à la défaillance de l'opérateur en cours de chantier, en passant par une hausse du coût de construction, l'investisseur doit appréhender l'ensemble des aléas susceptibles de grever son investissement. Si les deux premiers risques sont aisément identifiables (étude de mar-



ché, étude des bilans de l'opérateur) ou garantis (vente en bloc, garantie financière d'achèvement, nantissement de parts), le risque lié au coût de construction est extrêmement sensible car très technique et difficilement vérifiable.

En conséquence, la gestion du risque, en particulier lié au coût de construction, devrait être l'un des enjeux majeurs des plateformes afin que l'engouement actuel ne cède brutalement sa place à la défiance dès la première défaillance d'un projet. Car s'il n'existe pas encore suffisamment de retours d'expérience pour se prononcer, les premières promesses déçues ne devraient pas tarder à pointer le bout de leur nez. D'autant que le nombre de plateformes et de projets à financer ne cesse de croître. Dans ce contexte, chacune d'entre elles se lance dans une opération séduction vis-à-vis des investisseurs en proposant des rendements toujours plus élevés et donc des projets toujours plus risqués.

Laxisme dans la sélection des programmes financés. Cette course au volume pourrait engendrer un audit plus « souple » de la part de certaines plateformes dans la sélection des projets à financer. L'éthique professionnelle pourrait également devenir un autre enjeu d'avenir pour ces plateformes. D'ailleurs, elles sont nombreuses à se doter d'un comité stratégique, composé d'experts du secteur financier ou immobilier, ayant pour mission de veiller au res-

pect de critères de sélection stricts. Néanmoins, leur modèle économique pourrait être nécessairement amené à évoluer en raison d'une concurrence élevée et de la nécessité absolue de dégager des bénéfices afin de poursuivre leur développement.

Réaction des banques. Enfin, il convient d'être attentif à la réaction des établissements bancaires qui commencent à mesurer l'ampleur du phénomène, au-delà même du secteur immobilier. Certains d'entre eux refusent désormais de considérer les fonds levés par ce biais comme des (quasi) fonds propres. Ils considèrent ces derniers comme une source de financement supplémentaire, c'est-à-dire une autre dette, dans la structuration du financement du promoteur.

L'avenir de ce nouveau mode de financement s'annonce toutefois prometteur tant son potentiel est important. D'autant que les taux d'intérêt, historiquement bas, devraient logiquement remonter. En conséquence, l'augmentation du coût du financement bancaire devrait permettre aux plateformes de cibler de nouveaux opérateurs jusqu'à présents peu intéressés par ce modèle. Enfin, il conviendra d'être attentif au phénomène de concentration du marché qui devrait logiquement intervenir dans les deux prochaines années, ce qui devrait permettre à cette activité de se structurer totalement et de devenir un véritable agrégat de la finance.▲