



→ DOSSIER SPÉCIAL CROWDFUNDING

Le crowdfunding immobilier : éclairage sur un nouveau mode d'investissement

Chloé Magnier

Économiste spécialiste du financement des PME,
associée et présidente de CM Economics

Céline Mahinc

Conseillère en investissement financier spécialiste de l'immobilier,
gérante fondatrice de Eden Finances

L'investissement participatif constitue un mode de financement encore marginal de l'immobilier, mais il se développe rapidement et pourrait se révéler bien plus qu'un épiphénomène. Reste une très grande variété des modèles économiques, avec des montages parfois complexes qui pourraient lui être préjudiciables et dont les investisseurs ont tout intérêt à avoir conscience.

Toute proportion gardée, 2015 a été l'année d'un très fort développement du nombre de plate-formes dédiées au financement participatif de projets immobiliers de toutes natures et de leur activité. Soutenu par des évolutions culturelles et conjoncturelles favorables, ce segment représente aujourd'hui environ 25 % en valeur des montants levés en *crowdfunding* et pèse plus de 38 millions d'euros sur 2015 (voir infographie page 15, ces chiffres ont été arrêtés en septembre 2015, par une extrapolation simple, en France, le *crowdfunding* immobilier pèserait 30 % du *crowdfunding* total pour l'ensemble de l'année 2015), soit une multiplication par 10 à fin septembre 2015 par rapport à 2014. Comparé aux autres sources de financement ou d'investissement, le *crowdfunding* reste néanmoins pour le moment marginal dans l'immobilier. À titre de comparaison, les financements apportés par les banques

pour la seule promotion immobilière s'élèvent à près de 50 milliards d'euros, tandis que l'encours des placements des particuliers dans des véhicules (SCPI – Société civile de placement immobilier –, OPCI – Organisme de placement collectif immobilier –) dédiés à l'immobilier atteint près de 40 milliards d'euros ! Ce type de *crowdfunding* constitue-t-il un épiphénomène ou impactera-t-il significativement les modes de financement et d'investissement immobilier ? Compte tenu du sous-jacent et du modèle, tout laisse aujourd'hui à penser que le *crowdfunding* immobilier n'est pas amené à disparaître.

Repenser les schémas de financement

À l'échelle de l'économie française, à mesure de la progression des montants en jeu, le *crowdfunding* immobilier peut avoir un impact économique majeur, et ce, à triple titre. Il s'agit

d'une nouvelle source de financement alternative et/ou complémentaire solide aux sources traditionnelles, et notamment au crédit bancaire, dont la distribution aux PME serait de plus en plus contraignante. Il concerne un secteur de l'économie française primordial, l'immobilier. Enfin, il constitue un support d'investissement pour des ménages français culturellement favorables à la pierre.

Au niveau microéconomique, ce phénomène impacte, directement ou indirectement, de nombreux acteurs positionnés sur le marché de l'immobilier, que ce soit du côté de l'investissement ou du financement : promoteur immobilier ; société de gestion de SCPI, plate-forme de financement participatif, établissement bancaire, intermédiaires, conseil en gestion de patrimoine ; investisseurs. Un développement rapide du *crowdfunding* devrait ainsi impliquer de repenser les schémas opérationnels de financement et d'investissement traditionnels en matière d'immobilier.



Les plate-formes proposent quatre grandes catégories de projets immobiliers : la promotion immobilière, la rénovation et/ou l'achat-revente, l'investissement locatif et des projets visant les mécanismes du viager.

UNE ÉTUDE BASÉE SUR 26 PLATE-FORMES

Cet article présente une synthèse de l'étude « **Le crowdfunding immobilier : son fonctionnement, ses enjeux, ses défis** », publiée le 15 décembre 2015

Elle a été réalisée par les cabinets CM Economics et Eden Finances, avec le soutien de Anacofi, IEIF, AFIP, AFCIM, Wiseed, Caisse d'épargne, Dividom, Euryale et Hexagone. Elle couvre 26 plate-formes proposant du crowdfunding immobilier : Anaxago immobilier – Axymo – Baltis

Capital – Bondsquare (Finsquare) – Canberra Immo – Clubfunding – Crowdfundbank – Crowdfunding immo – Crowdimmo Invest – Dividom – Fundimmo – HEXAGONE – Hipipimmo – Homunity – Immocratie – Immovesting – Inidcv – Invecity – Lendopolis – Look&Fin – Lymo – Propuls – SePreter.com – Swapster – weeXimmo – Wiseed Immobilier. ■

Pour en savoir plus :
www.etudecrowdimmo.fr

Des réalités disparates

Dès lors que l'on prend en compte toutes les caractéristiques d'une opération de *crowdfunding* immobilier, on trouve de nombreuses variables discriminantes. Tout d'abord, les plate-formes proposent aujourd'hui quatre grandes catégories de projets immobiliers : le financement d'une promotion

immobilière, comme la construction de logements collectifs neufs, qui seront ensuite vendus à des particuliers (immobilier résidentiel), à des entreprises (immobilier d'entreprise) et/ou à des bailleurs sociaux (immobilier social) ; des projets dits de rénovation et/ou d'achat-revente, qui visent le financement de l'achat de biens immobiliers anciens qui seront réno-

vés puis revendus ; des projets visant l'investissement locatif (mis ensuite en location auprès de particuliers ou d'entreprises) et des projets visant le mécanisme du viager (co-achat par la foule de bouquet et/ou co-versement des rentes viagères).

On note ainsi une opposition assez nette entre deux types de projets : les projets « entrepreneuriaux » de promotion et de rénovation, largement dominants, et ceux dits « patrimoniaux », d'investissement locatif et de viager. Le support d'investissement proposé aux investisseurs (actions, obligations, prêts, bons de caisse,...) comme la structuration juridique des opérations varient eux aussi d'une plate-forme à l'autre. La très grande majorité des plate-formes finance des projets de promotions immobilières, *via* la souscription d'obligations émises par une SAS (Société par actions simplifiées) interposée, qui elle-même investit le plus souvent en compte courant dans la structure porteuse du projet (SCCV, Société civile de construction



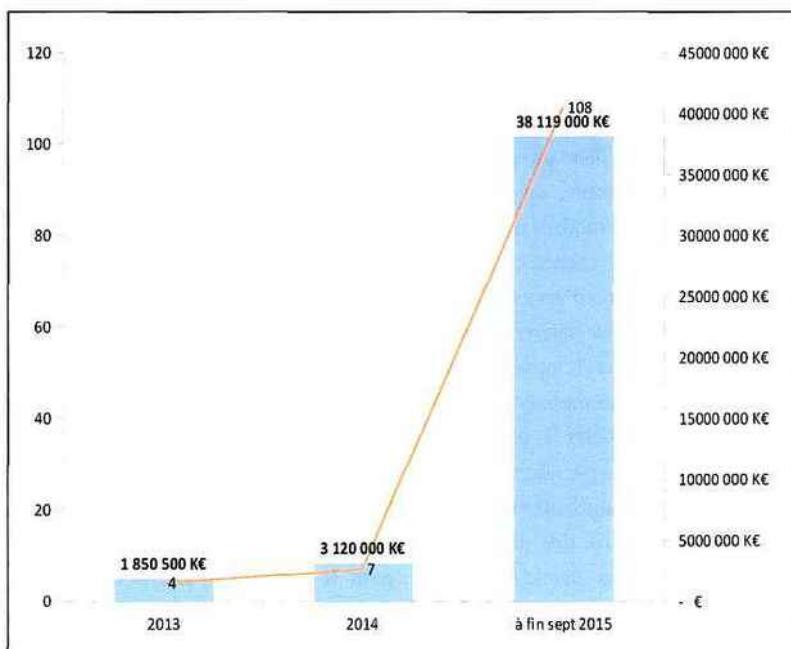
vente). L'émission d'obligations est parfois remplacée par celle des actions, rendant ainsi le montage éligible au PEA-PME, puisque l'investissement s'effectue au capital de la SCCV (attention, seul le montant réellement affecté au capital est éligible à la réduction fiscale !)

Horizons de placement et rémunérations très variables

Enfin, d'une plate-forme à l'autre, émerge également une très forte variabilité de l'horizon de placement et des rémunérations proposées aux investisseurs. Il en va de même pour la structuration des frais prélevés, tant au niveau du porteur de projet que de l'investisseur. Les projets dits entrepreneuriaux proposent des placements sur des horizons courts de deux à trois ans, le temps de la construction ou de la rénovation du bien immobilier. Les rémunérations sont généralement comprises entre 8 et 14 % et les frais prélevés par la plate-forme sont le plus généralement variables et imputés au porteur de projets. *A contrario*, les projets dits patrimoniaux d'investissements locatifs ne définissent pas d'horizon de placement. L'investisseur est libre de sortir à tout moment de son investissement, à condition bien entendu de trouver un acheteur et d'avoir l'assentiment de ses associés. Les rémunérations proposées s'étalent alors de 4 % à 8 % annuels tandis que les frais, variables dans tous les cas, sont appliqués au prix d'acquisition et portent surtout sur l'investisseur.

Bien prendre en compte les spécificités

Face à cette forte hétérogénéité des modèles, tout investisseur, porteur de projet, intermédiaire ou prescripteur devra avoir bien conscience des spéci-



Les 108 projets de *crowdfunding* immobilier pesaient un peu plus de 38 millions d'euros fin septembre 2015. On estime que cela représente 25 % des montants levés en *crowdfunding*.

La nature du support implique des risques différents : du fait de leurs natures juridiques, l'investissement en actions est plus risqué qu'en obligations

ficités du projet sur lequel il intervient, car les risques seront nettement différents d'un projet à l'autre et ils peuvent être de différentes natures : économique, financière, juridique, fiscale, réglementaire. Ils relèvent de trois principales catégories.

La première catégorie comprend les risques propres à tout investissement financier.

En premier lieu, la qualité de l'émetteur est un déterminant fondamental du risque encouru. Ce dernier est d'autant plus important que l'émetteur (porteur de projet, entreprise en recherche de financement) est de petite taille, ce qui est traditionnellement le cas en matière de *crowdfunding*.

La nature même du support de l'investissement va également impliquer des risques d'intensité différente. Un investissement en actions est, du fait de la définition juridique du titre, plus

risqué qu'un investissement en obligations. À ceux-là, s'ajoutent les risques liés au statut juridique de l'entité recevant les fonds. Ainsi, l'acquisition de part de SCI est juridiquement plus risquée que l'acquisition d'actions d'une SAS. Par exemple, l'associé d'une SCI est indéfiniment responsable des dettes sociales contractées par la société.

En troisième lieu, le degré de liquidité même des supports d'investissement est un déterminant fondamental. Ce risque est très élevé en matière de *crowdfunding*, alors qu'il n'existe pas réellement de marché secondaire. Enfin, il faut considérer les aléas liés à un financement potentiellement sans tiers de confiance (banques et capital-risqueurs), qui peut notamment rendre plus important le risque de fraude.

La deuxième catégorie de risques est spécifique au secteur de l'immobilier.



Risques micro et macroéconomiques

Ces risques peuvent être d'ordre microéconomique, liés au projet en lui-même. Par exemple, un projet de promotion peut prendre du retard, présenter des vices cachés ou encore, dans le cas de projets d'investissement locatif, les locataires peuvent présenter une insolvabilité temporaire. Ces risques peuvent également être d'ordre macroéconomique, liés à une évolution défavorable des prix du marché de l'immobilier (déterminants fondamentaux de la rentabilité des projets) ou des réglementations particulièrement nombreuses qui encadrent l'activité du secteur de l'immobilier.

La dernière catégorie retient les risques propres aux plate-formes de *crowdfunding* immobilier.

Ces risques proviennent avant tout du modèle économique des plate-formes. Celles-ci se financent essentiellement sur le montant des opérations réussies. Il peut donc exister un biais vers l'émetteur, qui consiste à rendre la mariée plus belle qu'elle ne l'est. Des risques inhérents à la technologie doivent également être pris en compte. Les échanges ayant lieu sur Internet, la possibilité de cyberattaques (vol de données) ne peut être exclue. Surtout, elle peut rendre nécessaire des inves-

tissements importants pour les plateformes, remettant en cause la viabilité de leur modèle économique.

Enfin, existent des risques juridiques et réglementaires, résultant dans certains cas d'un exercice non conforme au cadre réglementaire dessiné pour le *crowdfunding* (voir plus loin). Suivant

Deux statuts dédiés ont été créés en 2014, qui favorisent l'activité du crowdfunding. Mais seules 50 % des plate-formes en bénéficient

les montages utilisés, ceux-ci peuvent générer des obligations très lourdes pour le porteur de projet et pour les plate-formes elles-mêmes, comme l'obligation de mise en place d'une société de gestion, de procéder à la rédaction et la publication d'un prospectus, alors hors champs dérogatoire ou d'exemption.

Suivi et connaissance des projets en question

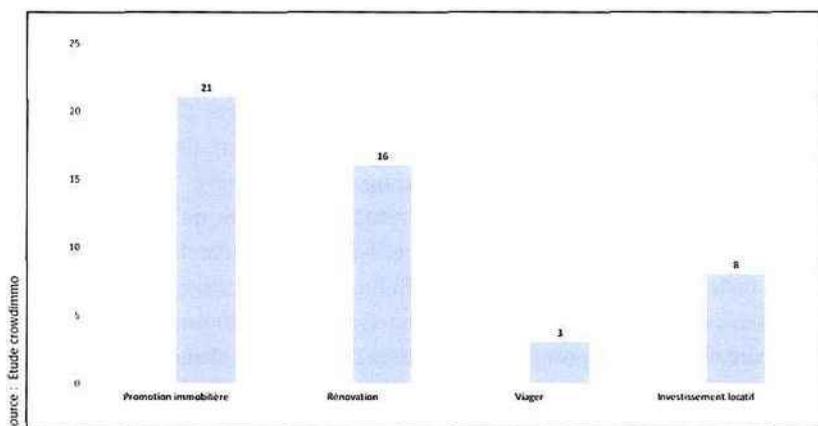
Face à ces différents risques, chaque partie prenante d'une opération de *crowdfunding* devra attacher une attention toute particulière aux procédures internes mises en place par les plate-formes. Or, dans un contexte où le *crowdfunding* immobilier procède d'un double mouvement de développement

et de structuration, les pratiques opérationnelles des plateformes sont pour le moment très disparates et, dans certains cas, elles peuvent accroître sensiblement les risques.

Le moyen le plus évident, et qui tombe *a priori* sous le sens, de les réduire consiste à sélectionner les meilleurs

projets puis à les suivre le mieux possible. Or, les pratiques des plateformes en la matière sont très variées, tant au niveau des personnes en charge de la sélection (nombre, compétences) qu'au niveau des informations demandées aux porteurs de projets. Le taux de refus des dossiers proposés est en conséquence très variable d'une plateforme à l'autre. En moyenne, le taux d'acceptation des dossiers proposés aux plateformes est de 20,3 %, soit bien au-delà des discours officiels des différentes plateformes, qui communiquent souvent sur des taux de sélection autour de 2 %. Enfin, en matière de suivi des projets après l'investissement, peu de plateformes semblent avoir réellement mis en place aujourd'hui des procédures efficaces.

Une gestion des risques et une protection de l'épargnant efficaces impliquent aussi pour les plateformes de connaître le mieux possible « leurs investisseurs » afin de leur proposer des projets adaptés. Or, en matière de connaissances de l'épargnant, il apparaît que les informations dont disposent les plateformes sont aujourd'hui bien plus que parcellaires. Par ailleurs, les plateformes se doivent de transmettre à leurs investisseurs des informations précises sur les projets en recherche de financement. Force est de constater cependant que l'accessibilité à ces données n'est pas toujours conforme à la réglementation



Avec 21 plate-formes sur 26 proposant de la promotion immobilière, cette dernière représente la majorité des opérations de financement.



et que la communication sur les projets à leur intention peut être de qualité et de quantité très variables d'une plate-forme à l'autre. Enfin, en ce qui concerne la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme, les actions semblent aussi limitées.

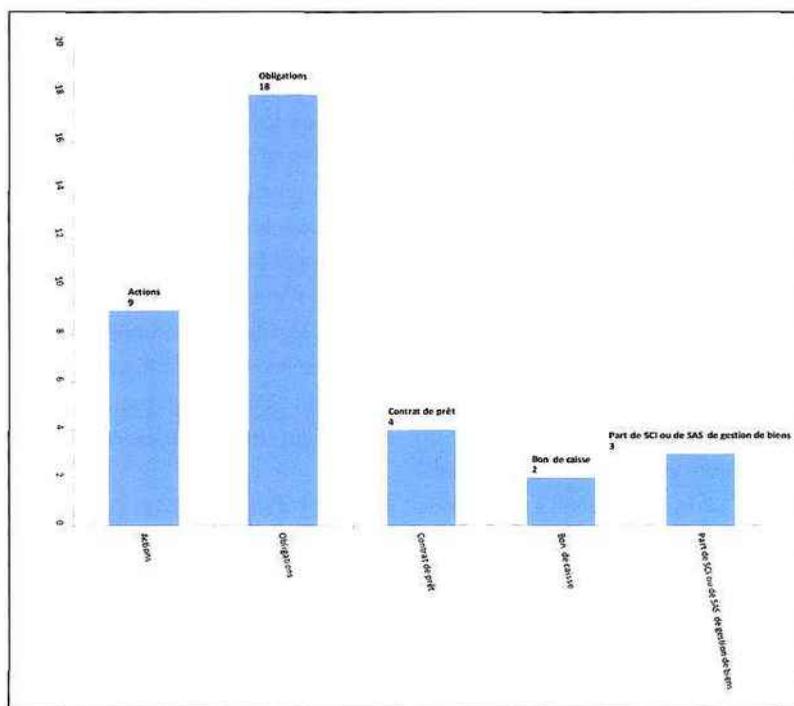
Un cadre réglementaire spécifique

Si la vigilance des parties prenantes est essentielle face à ces différents risques, le cadre réglementaire dans lequel évoluent les plate-formes l'est d'autant plus, son objectif étant de limiter ces risques et de protéger au mieux les épargnants.

Ainsi, on pourrait croire simplement et clairement encadrer l'activité du *crowdfunding* immobilier, par l'*equity* ou par le prêt, avec la nouvelle réglementation française en la matière, permettant de ce fait à l'activité de s'imbriquer et de compléter les activités financières traditionnelles existantes et déjà régulées. La France est en effet pionnière avec la mise en place d'un cadre réglementaire spécifique à l'automne 2014. Par la création de deux statuts dédiés, Conseiller en investissement participatif (CIP) et Intermédiaire en financement participatif (IFP), elle a su favoriser en partie l'activité du *crowdfunding*, en instituant un cadre à la fois plus souple et plus avantageux pour le financement participatif des entreprises. Cependant, il est notable que seules 50 % des plate-formes bénéficient d'un de ces deux statuts.

La moitié hors champ d'application

En effet, certains acteurs semblent vouloir se positionner différemment sur le marché du *crowdfunding* immobilier, en proposant des modèles qui n'entrent pas aujourd'hui dans le champ d'application de la nouvelle



Source : Étude crowdfunding

La très grande majorité des plate-formes finance les projets via la souscription d'obligations émises par une SAS qui investit dans la société porteuse du projet.

Une articulation des plate-formes de crowdfunding avec les acteurs régulés préexistants devrait être bénéfique à tous, avec un effet sur la qualité d'analyse et de compréhension des dossiers

réglementation française. C'est notamment le cas pour certains projets de rénovation et surtout pour la partie du *crowdfunding* immobilier qui vise l'investissement locatif.

Le financement des projets s'effectue par le biais de montages parfois complexes. Dans ces schémas, des variantes interviennent au niveau de la structure du porteur de projet : SARL (Société à responsabilité limitée), SCI (Société civile immobilière) ou SNC (Société en nom collectif), par exemple. Avec ces montages, certaines plate-formes « flirtent » alors avec des réglementations complémentaires (Directive AIFM, Loi Hoguet,...) ou risquent de sortir des bulles d'exemption aux monopoles (placement non garanti, offre au public de titres finan-

ciers) qui ont été accordées aux plate-formes de *crowdfunding*.

Ceci n'est pas sans conséquences : cela peut soulever des problématiques de responsabilité des investisseurs et avoir des impacts financiers et juridiques importants pour les différentes parties prenantes. Compte tenu de l'engouement qu'ils rencontrent, le *crowdfunding* en général et immobilier en particulier peuvent, à terme, occuper une place majeure comme source de financement alternatif des PME. Cela sera possible à condition que l'industrie ne se saborde pas elle-même. Le risque majeur est celui du passager clandestin et d'un scandale retentissant concernant quelques acteurs, qui jetterait l'opprobre sur l'ensemble de l'industrie.



Plate-formes schizoéphrènes

Dans ce contexte, alors que le *crowdfunding* immobilier et ses différents montages s'adressent au grand public, autre que les « investisseurs qualifiés » et catégories assimilées, il doit faire face à des enjeux opérationnels et réglementaires.

Ainsi, à réglementation donnée, les enjeux opérationnels sont liés aux pratiques même des acteurs (dont on a déjà noté qu'elles sont très hétérogènes), à l'organisation et à l'évolution de l'industrie et de son écosystème.

Les plate-formes de financement participatif sont schizoéphrènes. D'un côté, elles gèrent des porteurs de projets, de l'autre, elles s'occupent des prêteurs et investisseurs. Tout l'enjeu d'une plate-forme est de permettre de faire se rencontrer la demande de financement avec l'offre de financement de manière optimale et transparente. Sauf que l'équilibre n'est pas toujours aisé à trouver entre sélection claire et transparente d'un côté des projets et conseil aux prêteurs et investisseurs, de l'autre. Se posent donc toutes les questions de l'aléa moral dans la sélection des projets, la confiance dans les conseils donnés aux investisseurs ou encore dans le suivi des projets à long terme.

Sélection et suivi des opérations : un enjeu essentiel

C'est pourquoi l'implication des plate-formes dans la sélection et le suivi des opérations nous paraît être un enjeu essentiel, qui pourrait relever de la mise en place de bonnes pratiques communes à l'industrie.

Si l'innovation juridique est le propre de la finance et des innovations financières, l'objectif ne devrait pas être de « contourner » la loi, et encore moins de ne pas la respecter, mais d'utili-

ser de façon réfléchie les dérogations réglementaires accordées pour faire de ces ultimes contraintes un atout. Cela revient ainsi à encourager les acteurs du secteur à développer leurs activités dans un cadre juridique et économique pérenne et transparent. Dans ce contexte, la mise en place effective de la co-régulation, ayant été prévue par le législateur, simplifierait les choses en les responsabilisant. Le secteur serait également gagnant à mettre en place un code d'éthique et de déon-

Il faut redonner confiance aux investisseurs et les conduire à investir à plus long terme dans le développement des entreprises

ologie. Surtout, les plate-formes de *crowdfunding* ne peuvent évoluer indépendamment des autres acteurs de la sphère à laquelle elles appartiennent. En particulier, une articulation avec les acteurs régulés préexistants que sont les Conseillers en investissements financiers (CIF) et les Intermédiaires en opérations de banque et service de paiement (IOBSP) devrait être bénéfique à tous et nous semble être l'un des enjeux majeurs. Dans le respect des règles s'appliquant à chacun, leurs interventions respectives sur les dossiers auraient un effet sur la qualité de leur analyse et de leur compréhension. Les tentatives de mise en place d'un réseau de professionnels alimentant les plate-formes en dossiers ou en investisseurs participent de cette logique. Les CIF et les IOBSP pourraient, et souhaitent, également être un point d'échange ou une courroie de transmission relativement naturelle.

Vers des mécanismes de garanties

Enfin, la mise en place au sein de l'industrie de mécanismes de garanties pour diminuer les risques de

perte en capital et d'illiquidité est un enjeu opérationnel de nature à permettre un développement solide du modèle. Concrètement, cela pourrait passer par l'incitation à l'émergence et au recours d'agences de notations dédiées, à la constitution de fonds de garanties publics ou privés intervenant dans un cadre bien spécifique, ou encore par l'organisation d'un marché secondaire dédié, d'un genre nouveau, sous l'égide de la puissance publique ou d'acteurs privés de premier plan.

Au-delà de l'aspect opérationnel, les enjeux sont aussi et surtout réglementaires. D'autant plus que certaines plate-formes évoluent aujourd'hui en marge des réglementations existantes. Ces dernières, par nature, sont amenées à évoluer. C'est encore plus vrai en matière de *crowdfunding* puisque cela a été prévu et annoncé dès le départ par le législateur.

L'objectif est de simplifier et d'alléger les contraintes des émetteurs et des intermédiaires sans remettre en cause la protection de l'épargnant. À ce titre, plusieurs réflexions nous semblent devoir être menées, qui doivent également permettre à l'industrie de répondre aux enjeux opérationnels exposés plus haut.

Tout d'abord, sans vouloir réserver l'activité de *crowdfunding* au seul financement de projets entrepreneuriaux, et donc en exclure les projets immobiliers, il apparaît bien souvent que le terme soit « usurpé » afin de profiter à la fois de l'engouement général lié au financement participatif et de l'appétence des Français pour l'immobilier. Peut-être faudrait-il permettre aux régulateurs d'en définir précisément la sémantique.



Le *crowdfunding* immobilier fait également une belle place à la rénovation d'immeubles anciens destinés à la revente.

Analyse des risques délicate

Certains points des réglementations dédiées au *crowdfunding* posent eux-mêmes question. En particulier, qu'il s'agisse du statut de Conseiller en investissement participatif (CIP) ou d'Intermédiaire en financement participatif (IFP), une harmonisation et une précision sur les informations à mettre à disposition des investisseurs, et quand, sont primordiales. De façon plus spécifique, les obligations en la matière sont aujourd'hui bien plus légères pour le statut IFP que CIP.

Ceci soulève alors le sujet d'une harmonisation et d'une meilleure lisibilité du rôle des régulateurs nationaux que sont l'Autorité des marchés financiers (AMF) et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), au risque sinon de laisser se développer des marchés de capitaux parallèles et dérégulés s'apparentant aux pratiques du « *shadow banking* ». Par ailleurs, dans le cadre du statut CIP, certaines obligations semblent ne pas répondre complètement à l'objectif. Ainsi, le régulateur impose le détail des offres

au double niveau de la société interposée et du porteur de l'offre puisque l'interposition d'une société *holding* ne doit pas faire obstacle à la délivrance des informations. Or, dans la plupart des montages d'investissement en *crowdfunding* immobilier, il existe trois niveaux : société interposée, société de construction vente dédiée au programme immobilier et le promoteur lui-même. La réglementation

L'enjeu est de simplifier et d'alléger les contraintes des émetteurs sans remettre en cause la protection des investisseurs

n'oblige donc pas la plate-forme à donner des informations sur le porteur réel qu'est le promoteur immobilier et qui est celui sur lequel repose effectivement l'opération de promotion, ce qui rend délicate une réelle analyse des risques par les investisseurs.

Un équilibre à trouver

Du côté de la fiscalité, il nous paraît essentiel de garder à l'esprit que ce financement relève de l'investissement dans l'économie réelle et notamment

dans les PME, marché sur lequel persistent des défaillances que l'intervention publique vise à corriger par des mesures fiscales dédiées. En ce sens, nous sommes entièrement favorables au maintien des avantages fiscaux, y compris ceux obtenus récemment et dont bénéficient le *crowdfunding* en général d'un côté, et l'investissement dans les PME de l'autre.

En revanche, il ne nous semble pas opportun d'élargir les dispositifs fiscaux existants sur l'investissement immobilier au *crowdfunding* immobilier. Qu'il s'agisse de *crowdfunding* immobilier ou de *crowdfunding* en général, ceux-ci semblent promis à un bel avenir, le but premier étant de diversifier et de fluidifier les sources de financement. Les entreprises doivent pouvoir, à tous les stades de leur développement et quel que soit leur secteur d'activité, trouver les financements dont elles ont besoin. Ainsi, en matière de *crowdfunding*, l'enjeu est de simplifier et d'alléger les contraintes des émetteurs sans remettre en cause la protection des investisseurs.

L'équilibre n'est pas simple à trouver. Doit-on chercher à obtenir le risque zéro pour l'investisseur ? Cela ne

risque-t-il pas de tuer le *crowdfunding* dans l'œuf, en apportant une sécurité qui existe déjà sur les marchés financiers classiques et rapprocherait ainsi le financement participatif de la finance traditionnelle. Il faut redonner confiance aux investisseurs et les conduire à investir à plus long terme dans le développement des entreprises. Il n'est donc pas envisageable de brader leur protection. En tout état de cause, le professionnalisme des plate-formes fera foi et l'investisseur s'en jugera. ■