

GURVAN BRANELLEC

Brest Business School ; LEGO-EA 2652

STÉPHANE ONNÉE

Université d'Orléans ; VALLOREM-EA 6296



L'essor du crowdfunding immobilier

Entre logiques juridiques et logiques managériales

Le crowdfunding immobilier (CFI) est un secteur en plein développement mais de façon assez paradoxale il n'a que peu mobilisé les chercheurs. Cette étude s'y intéresse en s'attachant dans un premier temps à décrire et présenter les enjeux associés à l'irruption du CFI dans l'écosystème du financement de l'immobilier, notamment du point de vue des risques associés. Puis, dans un deuxième temps est étudiée la construction en cours du processus normatif applicable au CFI. Enfin, sont présentés et analysés les dispositifs managériaux mis en œuvre par les plateformes de CFI pour asseoir leur business model dans la durée.

Le développement de la FinTech qui rassemble l'ensemble des entreprises de technologie financière parmi lesquelles figurent les plateformes de crowdfunding immobilier (CFI) appelle de nombreux questionnements. En référence à [Philippon \(2016\)](#), les innovations en matière de technologie dans le secteur financier peuvent être considérées comme des innovations disruptives qui soulèvent notamment des enjeux réglementaires susceptibles de créer une crise normative liée à la confrontation d'une double logique juridique et managériale, qui tentent toutes deux d'accompagner le développement du marché du CFI. Dans ces conditions, la confiance entre les acteurs et à l'égard des outils utilisés devient un enjeu majeur.

Les plateformes de financement participatif apparues il y a une dizaine d'années pour financer sans intermédiation, des œuvres culturelles, associatives ou caritatives ont rapidement pénétré d'autres secteurs d'activité encouragé par l'avènement d'un cadre réglementaire favorable¹. La mise en place de cet environnement réglementaire n'est toutefois pas achevée et de nombreuses questions restent en suspens, en particulier du fait que la réglementation ne couvre pas l'ensemble des nouvelles formes de crowdfunding (CF) qui se développent. C'est le cas de l'investissement participatif spécialisé dans le secteur immobilier qui permet de financer des opérations immobilières en faisant appel à la foule. Le crowdfunding immobilier (CFI) est ainsi soumis à la

réglementation générale applicable au crowdfunding et à celle très technique applicable à l'immobilier (qui ne sera pas détaillée dans cette étude) mais ne fait pas l'objet d'une réglementation régissant spécifiquement les montages mis en place par les plateformes afin d'investir dans le secteur de l'immobilier.

Si le CFI s'est d'abord développé aux États-Unis où il pèse plus de trois milliards de dollars, il se développe également en France. Selon une étude réalisée par [Anaxago \(2016\)](#)², les levées de fonds ont progressé de 80 % en 2016, pour atteindre 54,8 millions d'euros. Cette croissance se poursuit puisque, depuis le début de l'année 2017³, 29 millions d'euros ont été collectés, soit une hausse de 20 % par rapport à 2016. Cette augmentation s'explique, selon l'étude *Crowdimmo* publiée par l'Association nationale des conseils financiers (Anacofi) en décembre 2015, par la démultiplication des plateformes (au 1er juin 2017, on dénombrait ainsi dans l'hexagone 21 plateformes⁴ dont 18 spécialisées dans le CFI), l'élargissement de la gamme de projets proposés et la large publicité sur le sujet qui ont attiré un nombre important d'internautes (60 % d'augmentation du nombre d'investisseur entre 2014 et 2015) avec un ticket moyen plus faible (4 700 euros). L'étude ajoute que cet engouement traduit l'alliage entre le poids grandissant du CF, l'appétence des français pour l'immobilier (environ 67 % du patrimoine global des français est constitué

1. L'ordonnance n° 4 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif, complétée par les dispositions du décret n° 4 2014-1053 du 16 septembre 2014 et celles du décret n° 6 2016-1453 du 28 octobre 2016 a notamment mis fin au monopole bancaire concernant le prêt.

2. ANAXAGO (2016), « Baromètre du financement participatif immobilier ».

3. <http://www.hellocrowdfunding.com/immobilier/barometre/mai-2017>

4. <http://www.hellocrowdfunding.com/immobilier/plateformes/>

d'immobilier) et le poids économique de ce secteur (deux millions d'emplois si l'on intègre la construction). La foule mobilisée autour du CFI se transforme ainsi en financeur de programmes immobiliers. Le CFI offre par ailleurs aux investisseurs des taux de rendement élevés⁵ au regard de la rémunération des dépôts bancaires ; il permet aussi à des promoteurs et autres professionnels de dépasser les difficultés qu'ils peuvent rencontrer pour lever des fonds, en raison d'un rationnement du crédit et d'exigences croissantes en termes de garantie ; le CFI s'avère être ainsi une alternative aux modes de financement traditionnels comme les propos de Joachim Dupont, président de la plateforme Anaxago en témoignent « avec le resserrement du crédit et les ventes qui ont tendance à s'étaler, les promoteurs ont besoin de plus de fonds propres »⁶.

En écho à l'importance prise aujourd'hui par le CFI, il est utile de s'interroger quant aux risques associés à ce développement. En effet, face aux premières difficultés apparues en 2016 avec la mise en redressement judiciaire de l'entreprise Terlat⁷ (et de sa société mère Retome), face encore à la présence de plateformes de CFI encore actives mais ne bénéficiant d'aucun statut régulé, face enfin aux mises en garde émises par l'Autorité des marchés financiers (AMF) quant à la présence de plateformes qui proposent d'acquérir des parts de Société civile immobilière (SCI) rendant de fait l'investisseur indéfiniment responsable des dettes, l'engouement pour le CFI pose alors

la question de la sécurisation des investisseurs et plus globalement du processus de régulation en œuvre visant à l'adoption d'un cadre juridique dédié.

Les recherches académiques menées jusqu'à présent autour du CF portent essentiellement sur le financement par contrepartie et l'*equity* CF. En revanche, à notre connaissance, très peu d'études ont été consacrées spécifiquement au CFI et plus particulièrement aux enjeux en termes de régulation. C'est pourquoi nous avons débuté une recherche prenant comme objet d'étude le processus normatif en construction et destiné à encadrer l'activité des plateformes de CFI. Comment caractériser ce processus normatif, autrement dit comment les logiques managériales sous-tendues par les acteurs de l'écosystème du financement de l'immobilier s'articulent-elles avec les logiques juridiques des instances de régulation financière ? Se pose aussi la question de savoir si cette réglementation sera sous la forme de règles contraignantes ou sous celle de la mise en place d'un code de bonne conduite qui valorise les démarches volontaires des acteurs ? Il n'y a pas en effet pour le moment de projet d'élaboration par les pouvoirs publics d'une réglementation du CFI. Ceux-ci laissent le soin à l'AMF, autorité administrative indépendante, de réguler le secteur en adaptant sa doctrine aux montages imaginés par les entreprises du secteur. Par ailleurs, nous cherchons aussi à décrire et comprendre en quoi les nouveaux *business model* de ces

5. Sur la période janvier-mai 2017, le taux de rendement moyen est de 10,4 % pour une durée moyenne d'investissement de 21 mois.

6. Dell'Oro (2014).

7. Société spécialisée dans les constructions en bois et qui a lancé une campagne de levée 50 millions d'euros via plusieurs plateformes de CFI pour financer 6 projets.

plateformes de CFI impactent le processus normatif. Pour répondre à ces questions, nous croisons en termes d'état de l'art la littérature juridique et ses développements s'agissant des techniques de financement innovantes et la littérature managériale centrée sur une approche économico-financière (théorie de l'agence, théorie de l'intermédiation financière ainsi que la théorie des plateformes bifaces) qui est la plus souvent retenue dans la littérature sur le CF (Courtney *et al.*, 2017). Nous y adossons une approche néo-institutionnelle (Di Maggio et Powell, 1983) en considérant à l'instar de Thomas et Autio (2014) que l'écosystème du financement de l'immobilier peut s'assimiler à un champ organisationnel en mutation dans lequel les plateformes de CFI, nouvel entrant, coconstruisent un réseau de valeur avec les acteurs traditionnels⁸. Ce champ organisationnel, pour se développer, œuvre à la mise en place d'un cadre normatif adapté à ses spécificités, sans qu'un acteur ou un collectif d'acteurs ne parvienne à détenir une position dominante. Sur le plan méthodologique, nous avons mené une étude qualitative, à visée compréhensive (cf. encadré méthodologique).

L'étude s'attache, dans une première partie, à présenter les enjeux associés à l'arrivée du CFI dans l'écosystème du financement de l'immobilier, notamment du point de vue des risques associés. Puis, dans une deuxième partie est étudiée la construction en cours du processus normatif applicable au CFI. Enfin, dans une dernière partie, sont présentés et analysés les dispositifs managériaux mis en œuvre par les plateformes de CFI pour asseoir leur *business model* dans la durée.

I – PRATIQUES, ENJEUX ET RISQUES DU CROWDFUNDING IMMOBILIER

Une observation des projets de financement participatif dans le secteur de l'immobilier permet de constater une diversité de montages dont on peut proposer une taxonomie fondée sur trois critères : le type de projet financé, la nature juridique de l'opération, ainsi que l'existence ou non d'un intermédiaire.

1. Type de projet financé

Le CFI peut financer quatre grands types de projets immobiliers qui génèrent des risques différents qu'il est intéressant d'identifier.

– Le premier type correspond au financement de la promotion immobilière avec pour objectif de financer les besoins en fonds propres des promoteurs immobiliers. Ici, il existe un double risque : un risque opérateur qui serait la faillite du constructeur avant l'achèvement de l'opération de construction et un risque lié à l'opération puisque le promoteur se rémunère en vendant les lots construits et que ces derniers peuvent ne pas trouver preneur, du fait notamment de leur mauvaise localisation, d'un prix en décalage par rapport au marché local ou encore de la mauvaise qualité de la réalisation. Les investisseurs ne pourront pas alors être remboursés ou toucher des dividendes.

– Le deuxième type d'opération financée est l'achat d'un bien immobilier avec une réhabilitation. On s'éloigne ici clairement de l'optique entrepreneuriale mise en avant par les pouvoirs publics pour favoriser le développement du CFI pour s'orienter vers

8. Le crédit coopératif est ainsi actionnaire de la plateforme Wiseed.

MÉTHODOLOGIE

Nous avons inscrit notre recherche dans une démarche qualitative à visée compréhensive. Ce choix se justifie par le fait que nous cherchons à décrire et comprendre un phénomène naissant et complexe portant sur le marché du CFI et ses enjeux stratégiques et réglementaires ; cette thématique étant peu abordée et quasi inexplorée sur le plan académique. Pour cela, nous avons rencontré sept acteurs impliqués dans le marché du CF et du CFI. Nous les avons présentés dans le [tableau 1](#) ci-après. Des entretiens semi-directifs ont été menés à l'aide d'un guide structuré autour de thématiques portant sur le développement du marché du CF et du CFI, les enjeux réglementaires, les mécanismes et dispositifs de régulation mis en place. La collecte des données s'est effectuée par entretiens individuels d'une durée moyenne d'une heure entre juillet 2016 et mai 2017. Pour analyser les données, nous avons retranscrit les entretiens puis procédé après une première lecture flottante, et à l'appui de nos concepts et théories d'arrière-plan (Dumez, 2013), à un codage afin d'identifier d'une part, les thèmes généraux et récurrents et d'autre part, les idées atypiques. Un double codage des entretiens a également été opéré afin de garantir une plus grande robustesse de l'analyse. Enfin, afin de bénéficier d'éléments de contexte permettant de mieux apprécier le contenu de nos entretiens, nous avons mobilisé l'étude *Crowdimmo*, premier rapport publié en décembre 2015 par l'Anocofi et consacré au marché du CFI, tout en menant une veille documentaire à partir des sites commerciaux des plateformes de CFI afin d'étudier leurs modes de fonctionnement, en particulier sur les dimensions réglementaires. Des sites spécialisés dans le CFI ont été également consultés⁹. Une analyse documentaire a ensuite été conduite pour collecter les données juridiques ayant permis d'appréhender les dispositions réglementaires de prévention des risques. Dans ce cadre, nous avons analysé l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif, complétée par les dispositions du décret n° 2014-1053 du 16 septembre 2014 et celles du décret n° 2016-1453 du 28 octobre 2016 de cette même loi.

une logique patrimoniale. Si en cas de défaillance de l'opérateur, il restera un bien immobilier, il y aura en revanche toujours le risque lié à l'opération.

– Le CFI est utilisé pour financer un troisième type d'opération : l'achat d'un bien immobilier en vue de sa location. Il

s'agira ici d'une opération d'investissement sur le long terme qui pose la question du suivi des projets par les plateformes. S'agissant des risques, ils sont identiques à ceux de l'opération précédente.

– La dernière opération immobilière est l'achat de biens en viager. Au-delà du risque

9. [Hellocrowdfunding.com](http://www.hellocrowdfunding.com) ; <http://www.latribune.fr/vosfinances/immobilier/20150111trib20d6cbf34/le-crowdfunding-dans-l-immobilier-est-il-risque.html> ; http://immobilier.lefigaro.fr/article/crowdfunding-immobilier-les-pieges-a-eviter-pour-bien-investir_c3a6690e-dd99-11e6-9c25-97836c8a1e43/ ; http://www.lemonde.fr/argent/article/2016/11/08/maitriser-les-risques-du-crowdfunding-immobilier_5027122_1657007.html ; <https://www.idealinvestisseur.fr/actu-immobilier-le-crowdfunding-immobilier-industrie-en-plein-boom-aux-usa-2003.html> ; <https://www.immocraie.com> ; <http://www.therealestatecrowdfundingreview.com/7limitations-of-real-estate-crowdfund>

Tableau 1 – Acteurs rencontrés

Organismes	Noms et fonctions occupées	Nature de l'entretien et durée
Anacofi	Cécile Mahinc, administratrice	Entretien téléphonique, 1 h
Plateforme Gwenneg	Emeric Harbonnier, directeur général	Entretien présentiel, 1 h
Plateforme Kengo	Serge Appriou, directeur	Entretien téléphonique, 45 min
Site crowdfundingimmo.com	Cédric Marche, administrateur	Entretien téléphonique, 1 h
Plateforme Lymo	Jean Baptiste Vayleux, responsable	Entretien téléphonique, 45 min
Plateforme LENDOPOLIS	Nicolas de Feraudy, responsable	Entretien présentiel, 1 h
Plateforme Entreprêteurs.com	Jean-Philippe Gontier, responsable	Entretien téléphonique, 1h15

lié à une surévaluation du bien acquis, s'ajoute un risque inhérent à ce contrat aléatoire : le moment auquel le crédit-remet va décevoir.

2. Nature juridique de l'opération et risques associés

Les opérations de CFI développées en France relèvent plus généralement du *crowdequity* (financement par la foule par levée de fonds propres) et prennent peu la forme de *crowdlending* (financement par la foule par dette). Seules 4 des 23 plateformes de CFI recensées par l'agrégateur Hello-crowdfunding réalisent du *crowdlending* par l'intermédiaire du statut d'intermédiaire en financement participatif pour un total de 5,4 % des projets portés par l'ensemble des plateformes. Cet article se concentrera donc sur le *crowdequity*.

Une observation des projets de *crowdequity* immobilier nous a permis de recenser plusieurs types de montages. Il y a d'abord l'investissement dans des parts de sociétés civiles immobilières (SCI) ou de sociétés civiles ou commerciales en direct. Il y a ensuite l'investissement dans ces sociétés *via* une holding et enfin, des plateformes qui proposent d'investir dans des actions de sociétés commerciales (société anonyme ou société par actions simplifiées). Ces trois montages vont être présentés en détail afin de faire ressortir les risques associés :

- Le premier montage est utilisé par des conseillers en investissements financiers qui proposent à des investisseurs *via* Internet, des parts de SCI, voire de société en nom collectif (SNC) ou de société en participation (SEP). Ils contournent la réglementation qui réserve la possibilité de proposer des titres à la « foule » à deux formes juridiques : la société anonyme

(SA) et la société par actions simplifiées (SAS) qui offrent à leurs actionnaires une limitation de responsabilité. Or, dans le montage concerné qui est généralement utilisé dans une optique d'investissement locatif, l'investisseur va se retrouver indéfiniment responsable des dettes de la société (au-delà du seul capital investi). L'AMF déconseillait d'ailleurs fortement ce montage (mise en garde en 2015 et en 2016) et s'interrogeait sur la possibilité de remettre en cause leur validité car il s'agissait d'une violation du principe de non-négociabilité des parts sociales des sociétés civiles et d'une atteinte au statut des SCPI. Suite à ces avertissements, les plateformes ont cessé de réaliser ces montages excepté Dividom qui ne propose ces projets qu'à un club restreint d'investisseurs avertis (la plateforme Invecity a poussé un peu plus loin cette logique car elle ne dispose d'aucun agrément et est un club privé d'investisseur¹⁰). L'AMF a assoupli sa position dans sa mise à jour du 26 août 2016 dans son *Guide d'information du financement participatif* et accepte à condition que la plateforme ait l'agrément du Fonds d'investissement alternatifs (FIA) ce qui n'est, pour le moment, le cas pour aucune plateforme car cela engendre des frais fixes importants.

– Dans le deuxième montage, qui est aussi le plus pratiqué, il s'agit d'investir indirectement (par le biais d'une holding qui sera généralement une SAS) dans des SCI pour des projets de réhabilitation d'immobilier ancien avant une mise en location, ou dans des sociétés civiles immobilières de construction vente pour de l'immobilier neuf. La holding financera la société civile par le biais d'apports en compte courant.

L'AMF toutefois s'interroge sur la validité de ces montages¹¹ envers qui elle a plusieurs griefs. Le principal étant que ces montages sont complexes (et peu « cohérents » selon l'AMF avec le statut de conseiller en investissement participatif (CIP)) puisqu'il y a une dégradation de la qualité de conseil et une information lacunaire due au fait que l'obligation d'information dont bénéficie l'investisseur concernera la plateforme ainsi que la holding mais ne concernera pas le porteur de projet. Or, la majorité des risques concerne le porteur de projet (par exemple le promoteur en cas d'opération de promotion immobilière). L'entretien avec l'administratrice de l'Anacofi a fait ressortir ce problème : « donc la loi impose la transparence sur la SAS interposée qui fait l'émission obligataires, et sur la société de construction ventes. Sauf que du coup, je n'ai rien d'obligé sur le porteur réel qui est le promoteur. Or, moi globalement je n'en ai absolument rien à faire de la SCCV (holding) qui a été créée avant-hier avec 5 000 euros de capital ! ». L'AMF constate également un moyen de contourner la réglementation sur le *crowdlending* puisque l'AMF rappelle que les apports en compte courant sont une sous-catégorie de prêt. Ici toutefois à la différence du *crowdequity*, le risque pris par l'investisseur n'est pas limité par le plafonnement des investissements. En effet, afin de limiter le risque de défaut de paiement de l'emprunteur, la réglementation plafonne le montant des prêts avec intérêt dans le cadre du *crowdlending* à 2000 euros. Or ce plafond n'est pas applicable ici.

10. Pour y entrer il faut être recommandé par un membre et le ticket d'entrée est fixé à 20 000 euros.

11. AMF, actualité réglementaire du crowdfunding, 5/12/2016.

– S’agissant du dernier montage, l’opération immobilière sera réalisée directement par la SA ou la SAS dont les titres sont offerts aux investisseurs. Cet investissement est conforme à l’esprit et à la lettre de la réglementation car les investisseurs sont à la fois protégés par la forme juridique mais également par les obligations d’information et de transparence pesant sur les porteurs de projets. Ce montage n’est toutefois pas celui qui est le plus couramment utilisé car il ne permet pas de bénéficier de la transparence fiscale dont bénéficient les sociétés civiles.

3. Existence d’un intermédiaire

Des promoteurs immobiliers ont mis en place des plateformes dédiées pour financer leurs propres projets immobiliers ; c’est par exemple le cas de la plateforme Lymo qui compte Bouygues Immobilier parmi ses actionnaires. Le promoteur est également le créateur de la plateforme. La plateforme ne pourra donc pas jouer un rôle d’intermédiaire financier que ce soit dans la mise en place de stratégie de sélection des projets ou dans la mobilisation de la communauté des investisseurs afin qu’ils évaluent les projets (Darbour, 2015).

On vient donc de constater une diversité importante des montages proposés par les plateformes aux investisseurs. Il est intéressant de se pencher à présent sur la conformité de ces montages à la réglementation sur le financement participatif. En effet, toutes les plateformes qui opèrent sur le segment du CFI ne relèvent pas d’un statut réglementé. En référence au site internet Hellocrowdfunding¹², qui joue un rôle d’agrégateur du CFI, il est donc

possible de distinguer les plateformes qui opèrent sous un statut régulé de celles qui réalisent des opérations de financement de projet immobilier en faisant appel à la foule des internautes sans avoir un des statuts prévus. La réglementation actuelle ne couvre donc que partiellement les risques générés par la diversité des montages, se pose donc la question de la régulation de ce secteur.

II – LE CFI : UN PROCESSUS NORMATIF EN MARCHÉ, ENTRE AUTORÉGULATION ET CORÉGULATION

L’analyse qui vient d’être faite de la réglementation en vigueur, croisée avec l’observation des pratiques des plateformes de CFI, permet de faire ressortir le fait que la législation ne régit que partiellement les différents montages. Il est ainsi possible de constater en ce domaine des espaces qui ne font pas l’objet d’une régulation.

Fort de ce constat, Emmanuel Macron a déclaré en 2016, alors qu’il était encore ministre de l’Économie, « J’ai demandé à mes services, en lien avec les régulateurs, de réfléchir à l’encadrement des dispositifs avec structures intercalaires. Certains modèles qui se sont développés dans le CFI ne sont pas satisfaisants. » (déclaration lors des Troisièmes Assises de la finance participative, Paris, 29 mars 2016). Si les pouvoirs publics souhaitent réguler davantage le secteur, il n’est pas possible à l’heure actuelle de savoir si cette régulation en marche prendra la forme d’une réglementation imposée par l’État et s’imposant verticalement aux opérateurs, sachant que

12. <http://www.hellocrowdfunding.com>.

les opérateurs du CFI expriment leur souhait de rester libres d'aménager leurs rapports. Se pose donc les questions de savoir s'il y a un réel besoin de réguler le CFI par un cadre juridique dédié ou s'il n'est pas possible de laisser la place à un phénomène d'autorégulation ou de corégulation du secteur ?

1. Le besoin de régulation des opérations de crowdfunding immobilier

Si ce besoin de régulation est affirmé par les autorités publiques, il est beaucoup plus contestable sur le plan juridique. En effet, la diversité des réglementations applicables aux différents montages qui ont été identifiés, voire même l'absence de réglementation spécifique concernant certains montages, peut aussi apparaître comme « un facteur d'efficacité » (Vogel, 2001, p. 7). Les plateformes ayant à leur disposition plusieurs règles de droit, elles peuvent choisir celle qui leur paraît la plus adaptée à leurs rapports. Il en est ainsi du choix du statut juridique de la plateforme. La plateforme pouvant adopter un des statuts régulés qui présentent l'avantage de bénéficier d'un signe de qualité public (la possibilité d'invoquer la marque « plateforme de financement participatif régulée par les autorités françaises ») mais présentent l'inconvénient de limiter les possibilités de montages qui peuvent être mis en place par les plateformes. Une plateforme peut également faire le choix de ne pas opérer par le biais d'un statut régulé ce qui va lui permettre de s'affranchir des règles contraignantes qui s'imposent aux différents statuts. Il reste toutefois un impératif de contrôle des activités à risque et de régulation des nouvelles pratiques ou montages imaginés par les opérateurs du

secteur. Le cas de l'entreprise Terlat ou les mises en garde de l'AMF concernant ce secteur (cf. *supra*) confirment cette nécessité de régulation des activités. Reste à savoir quelle forme celle-ci peut prendre ?

2. Faut-il laisser les plateformes du crowdfunding immobilier s'autoréguler ?

Cette régulation pourrait prendre la forme d'un droit souple qui présente l'avantage d'une plus grande flexibilité normative et où les opérateurs ont un rôle d'autorégulation qui se caractérise par une coïncidence substantielle entre auteurs et destinataires de la régulation (Cafaggi, 2004, p. 23). Les acteurs du CFI peuvent ainsi développer des stratégies politiques, qualifiées de stratégies hors marché (Baron, 1995), dans le but notamment de gagner un avantage compétitif (Schuler *et al.*, 2002) tout en permettant l'autorégulation du secteur. En suivant cette logique, les plateformes peuvent ainsi prendre volontairement des engagements qui peuvent se traduire par l'adoption d'un code de bonne conduite. Les pouvoirs publics conservent un pouvoir de contrôle *ex post*, que ce soit par un contrôle de la légalité du contenu du code de conduite adopté ou par une mise en jeu de la responsabilité contractuelle des plateformes qui ne respecteraient par des engagements précis du code qu'elles auraient adoptés. Ces codes sont traditionnellement créés par des organisations professionnelles. Les acteurs du CFI sont regroupés au sein de trois organisations professionnelles. En effet, les 23 plateformes de CFI font quasiment toutes parties soit de l'association Financement participatif France (FPF) ou de l'Association française de

l'investissement participatif (AFIP), qui sont des associations généralistes, ou de l'Association française du crowdfunding immobilier (AFCIM) qui est spécifique au CFI¹³. FPF a ainsi mis en place un code de déontologie auquel les plateformes membres ont adhéré. L'association indique toutefois qu'elle ne peut sanctionner une plateforme qui ne respecterait pas ces règles même si elle précise qu'en cas de manquement elle informerait le membre concerné et pourrait aller jusqu'à l'exclusion de l'association¹⁴. L'AFCIM indique sur son site internet¹⁵ avoir également « instauré, en collaboration avec son réseau de professionnels, une charte de bonne conduite à destination de ses membres en vue d'une autorégulation » pour réagir au fait que « les activités du crowdfunding immobilier n'étant pas toujours parfaitement régulées à ce jour ». Cette charte rappelant « les règles, obligations et devoirs de chaque professionnel vis à vis de la législation et de ses clients ». Elle n'est toutefois ni diffusée ni accessible et nous ne disposons pas d'informations concernant les plateformes qui seraient liées par cette charte.

L'AMF prend part à ce processus. Elle a réalisé un point d'« Actualité réglementaire du crowdfunding », le 5 décembre 2016, dans lequel son directeur de la régulation des sociétés cotées en a profité pour préciser la doctrine de l'AMF sur le CFI. On

s'aperçoit à la lecture du compte rendu que l'AMF adapte ses positions aux montages et pratiques inventés par les opérateurs mais également aux nouveaux risques qu'elle identifie. Il est également intéressant de relever que cette intervention s'est faite dans le cadre du « Crowdtuesday »¹⁶ organisé par l'association FPF¹⁷. FPF et les deux autres associations, indiquent d'ailleurs s'agissant de leurs missions, qu'elles sont « force de proposition », ou qu'elles « participent » au processus normatif. L'administratrice de l'Anacofi fait toutefois ressortir une difficulté rencontrée par les associations qui réunissent les plateformes de crowdfunding : leur manque de moyen. Elle compare ces dernières avec l'Anacofi qui collabore avec l'AMF s'agissant du contrôle des conseillers en investissements financiers et qui dispose de six salariés permanents alors que FPF, l'association qui regroupe le plus de plateformes, n'a par exemple qu'un salarié permanent. Cette absence de moyen semble s'opposer à ce que les associations jouent un rôle de contrôle du secteur et des pratiques développées en matière de CFI. FPF admet d'ailleurs ne pas avoir les moyens d'enquêter sur les pratiques de ses plateformes membres « sauf à visiter les sites de la même façon que les financeurs intéressés »¹⁸. Ce manque de moyens n'a pas empêché FPF de contribuer à la mise en place d'une réglementation en matière de

13. Seules 3 plateformes n'adhèrent à aucune association. S'agissant des autres : 11 sont membres de FPF, 8 de l'AFCIM et 2 de l'AFIP (une plateforme est à la fois membre de l'AFCIM et de FPF).

14. Réponse de FPF à l'étude de l'*UFC Que Choisir* sur le financement en prêt, 02/03/2017, point 3.2.

15. www.afcim.fr

16. Le « CrowdTuesday » est un événement réunissant les acteurs du crowdfunding au niveau local. Lancés à l'échelle européenne par l'association European Crowdfunding Network, les CrowdTuesday sont repris en France en partenariat avec FPF et le pôle de compétitivité Finance Innovation.

17. En partenariat avec le pôle de compétitivité Finance Innovation.

18. Réponse de FPF à l'étude de l'*UFC Que Choisir* sur le financement en prêt, 02/03/2017, point 3.2.

crowdlending puisqu'il a tout intérêt à introduire de la confiance au sein du secteur¹⁹. Souchaud (2017) a mis en valeur ce rôle en indiquant que FPF a « apporté sa contribution », « négocié » et a même participé à un « travail collaboratif de construction de la réglementation en association avec tous les acteurs du secteur » à l'initiative de la ministre déléguée aux PME, à l'Innovation et à l'Économie numérique. Un pré-projet de réglementation avait en effet été mis en ligne afin qu'il soit commenté et modifié par les différents acteurs générant un « incubateur régulateur du crowdlending » (Souchaud, 2017, p. 9). FPF poursuit cette logique puisque son rapport d'activité pour 2016 fait état de onze rendez-vous au ministère de l'Économie, de huit consultations par des autorités publiques (AMF, Commission européenne et la direction générale du Trésor) ainsi que d'une audition à l'Assemblée nationale. Le détail des sujets traités n'est pas communiqué mais le CFI fait partie des thématiques abordées. L'AFCIM mène également des actions du même type puisqu'elle revendique sur son site internet quatre rencontres avec l'AMF et un rendez-vous au ministère de l'Économie. Il est intéressant de constater également que les échanges entre les acteurs du CFI et les régulateurs ne se limitent pas au niveau national mais se font également au niveau communautaire. La Commission européenne a d'ailleurs publié en mai 2016 un rapport sur le développement du CFI en Europe. À cette occasion, Jonathan Hill, Commissaire européen à la stabilité financière, aux services financiers et à l'union des

marchés des capitaux, a déclaré : « Notre priorité est de promouvoir les bonnes pratiques, de protéger les investisseurs et d'harmoniser les cadres nationaux. Nous continuerons à suivre de près l'évolution du marché et de la réglementation. » Pour l'heure, un cadre européen n'est pas envisagé puisque les investissements dans le CFI restent largement nationaux (et soumis à un cadre juridique spécifique à l'immobilier) et que le financement participatif de projets transfrontaliers est peu développé.

3. Vers une co-régulation du crowdfunding immobilier ?

Au niveau national, il est possible de s'interroger sur l'existence d'un phénomène de corégulation du secteur d'activité. Dans la corégulation, les régulateurs publics et privés sont en situation « d'égalité substantielle : il y a participation de tous à l'exercice des fonctions » (Cafaggi, 2004, p. 25). Il s'agit d'une collaboration entre les autorités publiques et les acteurs du secteur qui présente l'avantage de permettre la plus grande implication du privé et ainsi « une meilleure définition des standards, et par conséquent un plus fort degré d'application conforme (compliance) » (*ibid.*, p. 25).

On s'affranchit donc de la *summa divisio* classique et artificielle entre droit dur et droit souple en mobilisant la notion de compliance fréquemment rencontrée dans le secteur financier. Il s'agit de l'obligation fixée à l'entreprise de rapporter le fait qu'elle « s'organise pour que chaque personne qui dépend d'elle se comporte

19. FPF, dans sa note de contestation de l'étude de l'UFC *Que Choisir* s'agissant du financement participatif en prêt indique ainsi (point 2.2) : « l'encadrement réglementaire est à la fois très neuf, souple et efficace. En tant qu'association professionnelle nous nous joignons à UFC pour demander au régulateur de contrôler et de sanctionner tous les excès, si ceux-ci sont avérés ».

conformément aux règles en vigueur » (Frison-Roche, 2016, p. 1871). Véritable opportunité pour les entreprises, la conformité, ou plutôt la non-conformité constitue un outil de structuration des choix à condition de les motiver. On se rapproche de l'idée d'une micro-régulation qui est contingente et calquée sur les comportements des opérateurs. Cette régulation étant l'expression d'un droit post-moderne marqué par le pragmatisme et la flexibilité (Chevallier, 2001, p. 827).

Il est donc possible de constater, s'agissant du CFI, un phénomène de « respiration » de la norme qui implique les acteurs économiques et se caractérise par une conception plurielle et éclatée de l'ordre juridique. Une autorégulation des plateformes coexiste avec un phénomène de coordination et de coopération avec les autorités publiques. Les acteurs du secteur prennent donc part, au côté des régulateurs publics, à un travail de densification normative qui fait dialoguer logique juridique et logique managériale.

III – LE BUSINESS MODEL DES PLATEFORMES DE CFI : VERS UNE RÉGULATION PAR DES DISPOSITIFS DE CONFIANCE

L'examen des sites des plateformes de CFI, complété par l'étude *Crowdimmo* nous a permis de mettre en évidence le *business model* des plateformes. Nous empruntons ici la définition du *business model* proposée par Osterwalder et Pigneur (2013) au travers de ses différentes caractéristiques, en particulier : la proposition de valeur, le réseau de valeur au travers des ressources et compétences mises en œuvre pour délivrer l'offre, et enfin, le modèle de revenu. Dans le cas des plateformes de CFI, il ressort :

– La proposition de valeur : la plateforme propose un service d'intermédiation en mettant en contact des promoteurs et constructeurs, d'une part et des investisseurs, d'autre part. Les plateformes gèrent ainsi deux groupes d'utilisateurs et, en référence à la théorie des plateformes bifaces de Rochet et Tirole (2006), génère ainsi des effets de réseaux croisés dès lors que la participation d'un groupe augmente la participation de l'autre groupe. Des effets de réseaux sociaux sont aussi présents lorsque les porteurs de projets d'une part, et les investisseurs d'autre part, sont influencés par d'autres porteurs de projets et investisseurs pour utiliser le service proposé par la plateforme de CFI.

– Ressources et compétences mises en œuvre : la spécificité du CFI est de croiser le champ de la finance et celui de l'immobilier, ce que souligne l'administratrice de l'Anacofi lorsqu'elle exprime que « la vraie problématique de base, c'est de vérifier que les gens qui sont dans la plateforme sont bien compétents dans le domaine d'exercice donc là pour le coup, il faut qu'il soit compétent en finance et en immobilier. Ce qui n'est pas souvent le cas ». L'intermédiaire financier qu'est la plateforme de CFI doit, en particulier, être doté d'outils et de compétences lui permettant de limiter les problèmes de sélection adverse et d'aléa moral liés à l'asymétrie d'information qui existe entre les porteurs de projets immobiliers, la plateforme et les investisseurs. Ce rôle est d'autant plus prégnant que : 1) les projets portés par les plateformes viennent surtout en aide aux petits promoteurs qui ne parviennent pas toujours à réunir, seuls, les indispensables 10 % de fonds propres pour lancer leur opération, 2) les barrières à l'entrée

semblent réduites et incitent à l'apparition possible de passager clandestin, attiré par la rentabilité apparente du *business model* mais n'ayant pas les compétences spécifiques nécessaires, 3) dans le cas du CFI, cette asymétrie est d'autant plus prononcée, les investisseurs étant moins susceptibles d'avoir une expérience significative et des compétences suffisantes pour évaluer des opportunités d'investissement immobilier²⁰. Nous observons ainsi que nombreuses sont les plateformes qui ont recours à des comités d'experts externes.

– **Modèle de revenu** : basé essentiellement sur une commission biface prélevée à la fois sur les sommes collectées auprès des investisseurs et sur les fonds levés par les professionnels de l'immobilier. Ce modèle de revenu, associé à l'asymétrie d'information, peut créer un biais incitant les plateformes à surévaluer les potentialités du projet. Le *business model* des plateformes de CFI comporte ainsi intrinsèquement des facteurs de risque qui peuvent non seulement nuire à l'efficacité de la plateforme, mais aussi à sa légitimité d'agir en situation d'incertitude en tant qu'intermédiaire produisant et gérant des informations quant à la qualité des projets, tant dans la phase de sélection que dans le suivi des projets financés. Dans la pratique, l'AMF a d'ailleurs dès 2015 appelé les investisseurs à la vigilance en constatant l'existence de communications déséquilibrées qui parfois omettent tout ou partie de l'information. En termes d'information et de protection des épargnants, l'étude *Crowdimmo* met également en avant le caractère parcellaire des

informations sur les investisseurs, et le fait que peu de plateformes s'enquêtent du niveau des revenus ou de la situation patrimoniale des clients.

Ces constats invitent les plateformes à mettre alors en place des dispositifs de confiance qui « assurent la coordination des activités économiques en réduisant l'opacité du marché et en limitant le risque d'être victime de l'opportunisme des autres » (Karpik, 1996). La mise en œuvre de ces dispositifs de confiance par les plateformes passe par la mobilisation de plusieurs leviers :

– Le développement d'un capital social interne, à savoir les relations du porteur de projet en dehors de la plateforme, et le capital social interne qui inclut l'ensemble des relations sociales développées sur la plateforme. L'avis du capital social externe pouvant être biaisé, il est intéressant pour les plateformes de développer leur capital social interne et de profiter ainsi d'un bouche à oreille numérique positif (Burch *et al.*, 2014), amplifié par les nombreux sites internet dédiés au CFI.

– Le recours à des tiers de confiance par la mise en place de stratégies partenariales : il peut s'agir de banquiers, d'assureurs, d'experts comptables, ou de toute autre profession bénéficiant dans l'imaginaire collectif d'un capital-confiance. La plateforme Anaxago s'est ainsi associée avec le groupe spécialisé dans l'assurance construction SFS afin de bénéficier de l'avis de plusieurs experts dans le choix des projets de construction immobilière. L'observation des plateformes laisse toutefois apparaître

20. Voir l'étude menée par le Credoc sur la culture financière des français qui classe la France parmi les plus mauvais élèves des pays développés, octobre 2011, http://www.credoc.fr/pdf/Sou/La_culture_financiere_des_Francais_2011.pdf

un risque puisqu'il peut y avoir une confusion des rôles entre le tiers de confiance et l'apporteur d'affaires. Pour l'administratrice de l'Anacofi, « normalement dans toute la bulle financière et bancaire il y a forcément un tiers de confiance quand on fait quelque chose. Là effectivement avec le CFI, aujourd'hui il n'y a pas de tiers de confiance. Alors après, on voit arriver sur le marché des agrégateurs ou des autres typologies de plateforme fin Tech qui vont analyser ce que les plateformes font, etc. Donc ça, ça peut être une piste ». Ces dispositifs de confiance peuvent s'interpréter comme des substituts à un environnement réglementaire que les acteurs interrogés appellent de leurs vœux, à l'instar de ce responsable de plateforme²¹ qui se sent pénalisé par un cadre réglementaire qu'il qualifie de « flou et marqué par un vide juridique ». Par ailleurs, il précise qu'il faudrait une « vraie régulation ». D'après lui, le législateur met cinq ans à légiférer alors que les modèles économiques efficaces changent bien plus rapidement. Ce témoignage est éclairant car il met en évidence une demande de droit dur, autrement dit un besoin d'une régulation exprimé par les régulés eux-mêmes du fait de la nécessité de coordonner leurs conduites, voire d'assainir le marché pour préserver la confiance ; en creux ce témoignage atteste de la difficulté pour ce secteur à s'autoréguler ce qui peut s'expliquer par le fait que le secteur de l'immobilier est assez peu concentré et que les intérêts ne convergent pas nécessairement entre tous les acteurs. Pour un autre responsable de plateforme, il en va autrement : « la réglementation, elle

est déjà présente puisqu'il y a déjà le statut de CIP. Donc ça y est ! Et ensuite ça n'empêche pas les opérateurs d'eux-mêmes de rajouter à ça des normes qu'ils penseraient pertinentes ». Ici, il n'y pas une demande de droit dur mais l'idée qu'il faut enrichir le cadre juridique par des normes managériales adaptées.

En empruntant à Simmel le concept de « double confiance », à savoir la confiance envers une institution et celle envers la sphère économique, nous constatons que la régulation du CFI mobilise à la fois des dispositifs de confiance institutionnels (le cadre réglementaire) et des dispositifs managériaux, actuellement plus ou moins partagés ou diffusés entre les plateformes de CFI, étant donné l'absence d'un leader qui jouerait le rôle d'entrepreneur institutionnel au sein du champ du CFI.

S'articule ainsi un cadre réglementaire agissant dans une logique verticale avec des dispositifs de confiance conçus eux dans une logique de réseau, davantage horizontale, renvoyant plus globalement à l'apparition d'une confiance distribuée, qui n'a pas besoin d'une autorité centrale qui gèrerait les informations permettant d'estimer la confiance entre entités.

CONCLUSION

Cette étude a permis d'éclairer les difficultés qui naissent lorsque l'innovation entraîne de façon consubstantielle une transgression ou un dépassement du cadre réglementaire. L'adaptation de la régulation est nécessaire afin de créer un cadre propice à la sécurisation des projets des entrepreneurs et au développement de nouveaux *business*

21. http://www.lcentreprise.fr/2015-dec/pdf/Livre_banc-LCE_PARIS_2015.pdf

model tout en permettant la protection des investisseurs.

Ce phénomène a été parfaitement décrit par Laufer : « le management a au moins autant besoin de recourir à des normes juridiques pour se légitimer que le droit de recourir aux logiques pragmatique du management pour s'accorder à une réalité mouvante que ses catégories parviennent de plus en plus difficilement à décrire de façon satisfaisante » (Laufer, 2015, p. 55). On constate en effet, s'agissant du CFI, une dynamique de corégulation en marche. Ce processus est loin d'être achevé et à défaut de l'existence à ce jour d'un cadre juridique spécifique, la réglementation étant plus lente que les évolutions technologiques, ou d'une corégulation aboutie, les acteurs du CFI sont confrontés au défi de la mise en place de mécanismes de confiance. La protection des investisseurs, assurée traditionnellement par un renforcement de la réglementation dans une logique disciplinaire, pourrait être renforcée par le développement de l'éducation à la finance.

Des questions restent ainsi en suspens qui sont autant de pistes à explorer pour renforcer la régulation du CFI : Est-il possible de renoncer à instaurer une réglementation spécifique au profit d'une approche plus pragmatique/empirique fondée sur une phase de test, sur le modèle des *sand box* anglo-saxons²², des nouveaux montages et

d'évaluation des risques ? Le régulateur accordant un accès temporaire au marché le temps de réaliser les « crash-tests ». Est-il possible de prévoir une norme qualité certifiable ? En cas de réponse affirmative, n'y a-t-il pas de risque de brider un secteur d'activité déjà largement soumis aux normes (normes techniques et environnementales dans le bâtiment, etc.) ?

D'un point de vue managérial, notre papier offre une lecture qui peut permettre d'accompagner les acteurs du CFI dans leur construction d'une régulation adaptée. Les différents apports développés dans notre travail doivent toutefois être considérés au regard des limites de cette recherche, liées à sa nature idiographique. Plusieurs prolongements sont envisagés. Il sera notamment intéressant d'étudier davantage le rôle joué par la foule des internautes qui se transforment en investisseurs en immobilier, notamment au regard de l'impact que la foule peut exercer sur la gouvernance des opérations immobilières financées. Par ailleurs, la problématique d'un modèle économique pérenne, source de légitimation pour une plateforme de CFI, mérite elle-aussi d'être approfondie pour mettre en lumière notamment les différentes logiques de diversification déployées par les plateformes. Les travaux d'Osterwalder et Pigneur (2013) permettraient ainsi de construire un canevas des plateformes de CFI.

22. Le principe du « sandbox » ou « bac à sable » est un modèle selon lequel les sociétés inférieures à une certaine taille bénéficient d'un guichet unique qui va les accompagner et être l'intermédiaire avec les instances de régulation. Il peut également s'agir d'un espace de test qui permet aux innovateurs de la finance de tester leurs modèles d'affaires en conditions réelles. C'est donc le marché qui va décider de la pérennité d'un nouveau modèle d'affaires. Ce cadre juridique plus souple pour les nouveaux modèles d'affaires soutient l'innovation car la réglementation ne constitue pas un frein au développement de nouvelles activités ou une barrière à l'entrée de nouveaux concurrents sur un marché. Les autorités de régulation pouvant accorder aux entreprises qui intègrent l'espace de test un aménagement temporaire de la réglementation qui leur est applicable.

BIBLIOGRAPHIE

- Baron D. (1995). "Integrated strategy: Market and nonmarket components", *California Management Review*, vol. 37, p. 47-65.
- Burtch G., Ghose A. et Wattal S. (2014). "An empirical examination of peer referrals in online crowdfunding", *35th International Conference on information systems (ICIS)*, Auckland, New Zealand, 14-17 december.
- Cafaggi F. (2004). « Le rôle des acteurs privés dans les processus de régulation : participation, autorégulation et régulation privée », *Revue française d'administration publique*, vol. 1, n° 109, p. 23-35.
- Chevallier J. (2001). « La régulation juridique en question », *Droit et société*, vol. 3, n° 49, p 827-846.
- Courtney C., Supradeep D. et Li Y. (2017). "Resolving information asymmetry: Signaling, endorsement, and crowdfunding success", *Entrepreneurship Theory and Practice*, mars, p. 265-290.
- Darbour A. (2015). « La gestion du risque par les opérateurs de crowdfunding d'entreprise », *Recherches en Sciences de Gestion*, n° 107, p. 45-65.
- Dell' Oro J.L. (2014). "Crowdfunding : faut-il investir dans l'immobilier participatif ?", *Challenge*, 24 octobre.
- Di Maggio P. et Powell W. (1983). "The iron-Cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational field", *American Sociological Review*, vol. 48, April, p. 147-160.
- Dumez H. (2013). *Méthodologie de la recherche qualitative*, Vuibert.
- Frison-Roche M-A. (2016). *Le droit de la compliance*, Recueil Dalloz, p. 1871.
- Karpik L. (1996). « Les dispositifs de confiance », *Sociologie du travail*, vol. 4, p. 527-550.
- Laufer R. (2015). « Théorie(s) du management entre actualité et histoire », *L'entreprise dans un monde sans frontières*, sous la dir. d'A. Supiot, Dalloz, p. 41-56.
- Osterwalder A. et Pigneur Y. (2013). "Designing business models and similar strategic objects: The contribution of IS", *Journal of the Association for information systems*, vol. 14, p. 237-244, May.
- Philippon T. (2016). *The FinTech Opportunity* (Working Paper No. 22476). National Bureau of Economic Research. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w22476>.
- Rochet J.C. et Tirole J. (2006). "Two-sided markets: A progress report", *RAND Journal of Economics*, vol. 37, n° 3, p. 645-667
- Schuler D., Rehbein K. et Cramer R. (2002). "Pursuing strategic advantage through political means: A multi-variate approach", *Academy of Management Journal*, vol. 45, n° 4, p. 659-672.

- Souchaud A. (2017). « Deus ex Machina dans l'« espace réglementaire » du crédit en France, la reconnaissance du crowdlending face au monopole bancaire », *Revue Gérer & comprendre*, n° 128, p. 3-13.
- Thomas L.D.W. et Autio E. (2014). “The fifth facet: The ecosystem as an organizational field”, *DRUID Society Conference*, CBS, Copenhagen, June 16-18.
- Vogel L. (2001). *Unifier le droit : le rêve impossible*, LGDJ Paris, p. 8.