

Le Crowdfunding à l'assaut de la promotion immobilière !



Mémoire de 3^e cycle – Master 246 « Management de l'Immobilier »

Sous la direction de M. Philippe JOUAN

Session 2014-2015

Le « crowdfunding » à l'assaut de la promotion immobilière !

« Je soussigné, Maxime GILLE, certifie avoir réalisé personnellement ce mémoire sans reproduction in extenso du texte d'un auteur ou d'un texte publié dans une revue ou disponible sur internet »

Remerciements

J'adresse mes remerciements aux personnes qui m'ont aidé dans la réalisation de ce mémoire.

En premier lieu, je remercie l'ensemble des intervenants du Master 246 pour m'avoir permis de compléter ma formation immobilière antérieure en acquérant une véritable logique financière. En ce sens, ils ont contribué à la réalisation de ce mémoire.

En second lieu, je remercie Charles Teytaud et Jean-Baptiste Vayleux, respectivement associé chez Homunity et directeur général chez Lymo, pour m'avoir consacré du temps et répondu à mes interrogations à l'occasion d'un entretien.

Enfin, je remercie tout particulièrement mon tuteur de mémoire, Philippe JOUAN, pour avoir accepté de prendre la direction de ce travail de fin d'étude.

Sommaire

Introduction	1
I. L'émergence du crowdfunding en France	3
1. La montée en puissance du crowdfunding dans le circuit financier	3
1.1. Définition et fonctionnement du crowdfunding	3
1.1.1. Définition du crowdfunding	3
1.1.2. Fonctionnement du crowdfunding.....	4
1.2. Le boom du crowdfunding	5
2. L'élaboration d'un cadre réglementaire sur-mesure	7
2.1. Contexte politico-économique.....	7
2.2. Règles de régulation et d'encadrement.....	8
II. L'extension du financement participatif aux opérations immobilières.....	11
1. Le montage (traditionnel) d'une opération de promotion immobilière	11
1.1. Le bilan promoteur	11
1.2. Le montage financier d'une opération immobilière	13
1.2.1. Le crédit promoteur	14
1.2.2. Les garanties dans les opérations immobilières.....	16
1.2.3. Les mécanismes de la vente en état futur d'achèvement (VEFA et de la vente d'immeuble à rénover (VIR).....	18
1.3. Le montage juridique d'une opération de promotion immobilière.....	19
2. Les spécificités du crowdfunding immobilier	20
2.1. Une offre variée et évolutive.....	20
2.1.1. Le financement de la promotion immobilière	21

2.1.2. L'investissement locatif	25
2.2. Les modes de financement	27
2.2.1. Le financement obligataire	27
2.2.2. Le financement en capital.....	29
2.2.3. Le compte courant d'associés	30
2.2.4. Benchmark des rémunérations offertes par les plateformes	31
3. Les motivations des parties prenantes au crowdfunding	33
3.1. Coté promoteur immobilier.....	33
3.2. Coté investisseur	35
3.3. Les limites du modèle	37
4. Exemple d'un financement de projet.....	39
Conclusion.....	42
Synthèse	44
Annexes	
Bibliographie	

Introduction

« *A vendre, Palais de l'Elysée, Hôtel Particulier au cœur de Paris, investissement libre à partir de 1 euro* ». L'annonce, parue le 13 juillet 2015, ne laisse pas les lecteurs indifférents. D'ailleurs, Yoni Botbol, le directeur général de la plateforme Crowdimmo, à l'origine de ce véritable succès marketing, s'en amuse après avoir reçu « *plus de 7 millions d'euros de promesses d'investissements uniquement pour l'Elysée* ». Il faut dire que cette publicité caractérise assez bien le phénomène qui entoure le financement participatif, c'est-à-dire un engouement extraordinaire soutenu par la puissance d'internet et la défaillance des organismes financiers.

Instigué en 2007 par la plateforme MyMajorCompany, le financement participatif se limitait alors à des projets culturels tels que la promotion d'artistes. Progressivement, à raison d'une demande croissante des porteurs de projet, il s'est étendu à d'autres domaines. Désormais, l'activité se développe fortement en matière de financement aux entreprises et d'opérations immobilières. En effet, à mi-chemin entre l'économie collaborative et la finance, le concept profite de la véritable léthargie des acteurs traditionnels de la finance, en matière de prêts aux entreprises, pour entendre se faire une place de plus en plus conséquente dans la sphère économique. Et le pari pourrait être en passe d'être remporté, tant le montant des levés de fonds réalisées par ces acteurs ne cesse de croître année après année, d'autant qu'un cadre réglementaire a été adopté pour soutenir leur développement. Une bonne nouvelle en perspective pour les opérateurs immobiliers ? Certainement, dans la mesure où ils éprouvent de plus en plus de difficultés à boucler le financement de leurs projets, et ce, en dépit d'un manque de logements (environ 150.000 logements/an) régulièrement souligné par les pouvoirs publics. La faute à la frilosité des établissements bancaires, dont la majorité emprunte un virage stratégique vers les services au détriment du financement. Pour autant, il convient de conserver une certaine prudence à l'égard du phénomène tant les enjeux financiers sont importants et son essor assez récent.

Dès lors, dans quelle mesure le crowdfunding peut-il constituer une alternative efficace au financement de la promotion immobilière ?

Nous analyserons successivement l'émergence du financement participatif dans le circuit économique français, tant sur le plan économique que réglementaire (Partie 1), ainsi que son extension aux activités immobilières, et plus particulièrement à la promotion immobilière, en déterminant les facteurs de développement de ce mode de financement alternatif (Partie 2).

I. L'émergence du crowdfunding en France

En quelques années, le financement participatif s'est rapidement imposé dans l'environnement de la finance d'entreprise. Au point où les pouvoirs publics ont assoupli un monopole bancaire historique, ce qui n'a pas manqué d'alimenter un peu plus le phénomène de créations de plateformes de crowdfunding. Désormais, peu de secteurs d'activités échappent au giron de ces dernières. Ainsi, depuis près de deux ans, le concept a gagné le secteur immobilier en proposant un service supplémentaire tant aux professionnels de l'immobilier qu'aux investisseurs privés. Dès lors, il convient d'appréhender le degré d'intégration du financement participatif dans l'économie et ses perspectives d'évolution.

1. La montée en puissance du crowdfunding dans le circuit financier

Pour comprendre les raisons de cette dynamique, il convient de caractériser précisément la notion de financement participatif, ses différentes réalités, son fonctionnement et ses protagonistes.

1.1. Définition et fonctionnement du crowdfunding

La notion de financement participatif est plurielle, en raison des différentes formes de montages (financiers et juridiques) qu'elle regroupe. Et pour cause, il convient d'appréhender précisément les modes de financement relevant du financement participatif pour comprendre précisément son fonctionnement.

1.1.1. Définition du crowdfunding

Le financement participatif (ou crowdfunding) est un mode de financement de projet dit alternatif. Et pour cause, il constitue une alternative au crédit bancaire dans la mesure où il ne requiert pas le concours des acteurs traditionnels du financement sinon de plateformes de mise en relation, sorte de « foires aux projets » dans lesquelles des porteurs de projets vendent leur idée à des investisseurs (privés). En ce sens, il s'agit d'un financement désintermédié. En effet, il a pour but de récolter des fonds (directement) auprès d'un large public afin de financer un projet (culturel,

entrepreneurial, immobilier, etc.). Dans cette perspective, le financement participatif fonctionne conjointement avec réseau internet, à travers lequel des plateformes dédiées captent des internautes/investisseurs, et peut revêtir différentes formes. De fait, ce mode de financement propose différentes formules de telle sorte que l'investisseur peut procéder à un don avec ou sans contrepartie, un prêt avec ou sans intérêt ou une souscription de titres.

1.1.2. Fonctionnement du crowdfunding

Le financement participatif constitue un mode de financement alternatif qui prône la désintermédiation des établissements bancaires. Pour autant, il convient de préciser que la finance participative n'a pas vocation à écarter les établissements bancaires, sinon à les substituer pour le financement de projets de faible ampleur. D'ailleurs, Vincent Ricordeau, Président de KissKissBankBank, précise que « *le crowdfunding est une autre façon de concevoir le financement de l'économie, pas un nouveau segment de la finance* ». Le concept repose sur un modèle de fonctionnement relativement simple par rapport à un financement/investissement traditionnel. D'ailleurs, cette simplicité contribue amplement au succès du phénomène puisqu'elle le rend accessible à un large public, tant sur le plan pratique (internet) que sur le plan intellectuel (compréhension).

Ainsi, une plateforme dédiée met en relation un porteur de projet, préalablement sélectionné parmi un panel de candidats, et un internaute. Après inscription et sensibilisation aux risques dudit investissement, ce dernier peut consulter les détails de chacun des projets (besoin financier, business model ou encore expérience), sélectionner un (voire plusieurs) projet et décider d'y investir ses deniers personnels (sous réserve de respecter les planchers d'investissements inhérents aux plateformes ainsi que les plafonds légaux).

Par ailleurs, le financement participatif recense quatre types de plateformes : les plateformes de dons, celles de financement avec contrepartie en nature, celles de prêts et celles de financement avec prise de participation ou coproduction (investissement en capital).

Dans le cadre des plateformes de dons, un contributeur apporte son soutien

financier, sans recevoir de contrepartie, à un porteur de projet qui en conserve la propriété (intellectuelle ou matérielle).

Dans le cadre des plateformes de financement avec contrepartie en nature, un contributeur apporte son soutien financier à un porteur de projet qui en conserve la propriété (intellectuelle ou matérielle), et reçoit une contrepartie.

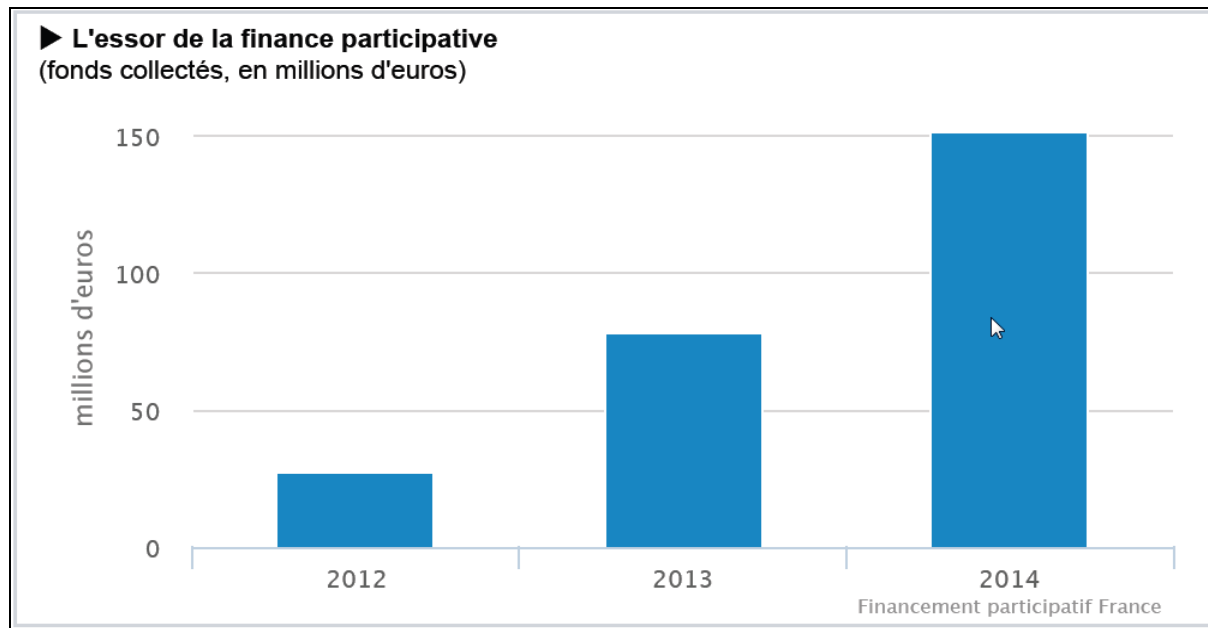
Dans le cadre des plateformes de prêts, un contributeur accorde un prêt (avec ou sans intérêt, sans le concours d'un organisme financier, à un porteur de projet qui en conserve la propriété (intellectuelle ou matérielle).

Dans le cadre des plateformes de financement avec prise de participation (investissement en capital), un « investisseur » acquiert une participation au capital d'un projet, qui lui donne droit à une contrepartie financière en cas de succès. A l'inverse des modèles précédents, le porteur de projet cède une partie de la propriété (intellectuelle ou matérielle).

1.2. Le « boom » du crowdfunding

Le nombre et le montant des levées de fonds ainsi que la multiplication des plateformes, en croissance constante depuis l'émergence du financement participatif, constituent autant de données qui mettent en exergue l'explosion du phénomène.

Le 14 février 2014, en pleine réflexion quant aux contours du texte relatif à l'encadrement de la finance participative, Fleur Pellerin, Ministre Déléguée aux PME et à l'Economie Numérique, annonçait que « *la France souhaite décrocher la médaille d'or de la finance participative* ». Si à l'heure actuelle les Etats-Unis disposent d'une longueur d'avance confortable en la matière, la France fait figure de véritable challenger. Et pour cause, le montant des levées de fonds via le crowdfunding a explosé en quelques années. Selon le *Baromètre du crowdfunding*, réalisé par Compinnov, en partenariat avec Finance Participative France, la collecte aurait triplé entre 2012 et 2013, puis, doublé entre 2013 et 2014 (voir graphique ci-après).



Source : *La finance participative attire les foules*, Le Monde, 18 février 2015

La collecte de fonds sur les plateformes de crowdfunding, tout projet confondu, s'est accrue de manière exponentielle depuis 2011. En 2011, le montant collecté ne s'élevait alors « qu'à » à 11 millions d'euros. Il était porté à 25 millions d'euros dès 2012, puis, à 78,3 millions d'euros en 2013. Pour cette dernière période, ledit *Baromètre du crowdfunding* totalisait 330.966 participants ayant contribué à 11.330 projets, avec des contributions moyennes de 64 euros pour les dons, 1.449 euros pour les prêts et 3.769 euros pour les investissements en capital. Ces fonds étaient répartis comme suit :

- 48 millions d'euros en prêts,
- 20 millions d'euros en dons,
- 10 millions en investissements en capital.

Insatiables, en 2014, les plateformes de *crowdfunding* ont encore surperformé en portant ce résultat à 152 millions d'euros. Soit une croissance de 1280% par rapport à 2011. Pour cette période, les fonds étaient répartis comme suit :

- 88,40 millions d'euros en prêts,
- 38,20 millions d'euros en dons,
- 25,40 millions d'euros en investissements en capital.

Aussi, les analystes financiers constatent unanimement la montée en puissance de

l'investissement en capital, proposé par des sites tels que Wiseed, dont la contribution moyenne par contributeur est désormais de 4.470 euros (soit une hausse de près de 20%). Toutefois, l'indication la plus marquante pour l'année 2014 est sans conteste l'explosion du nombre de projets à financer (20.380, soit une hausse de 80%) et de contributeurs (1,3 millions, soit une hausse de près de 300%). Autant d'éléments qui démontrent la teneur du phénomène et son intégration dans le circuit économique. D'ailleurs, ces données ont incité les pouvoirs publics à légiférer en faveur de ce nouveau mode de financement. D'autant que cette tendance ne semble pas touchée à sa fin puisque le magazine Forbes estime que le potentiel de financement du crowdfunding pourrait s'élever à 1.000 milliards de dollars d'ici à 2020¹, contre 2,3 milliards en 2015².

Dans ce contexte, l'immobilier n'en est pas en reste puisqu'il représenterait déjà une part importante des revenus des plateformes : 2,2 millions d'euros sur 5 millions d'euros pour Anaxago et 900.000 euros sur 9 millions d'euros pour Wiseed.

Depuis la création de MyMajorCompany, en 2007, le nombre de plateformes créées a littéralement explosé. A tel point qu'aujourd'hui, toute forme et tout secteur confondus, il en existerait plus d'une centaine (cf. annexe 3). Néanmoins, certaines d'entre-elles ne devraient pas se pérenniser, le secteur devenant très concurrentiel et la réglementation plus contraignante. D'ailleurs, Souleymane Galadima estime qu'une « *nouvelle plateforme voit le jour toutes les deux ou trois semaines, sans avoir obtenu un agrément de l'AMF* »³.

2. L'élaboration d'un cadre réglementaire sur-mesure

Face à l'émergence du phénomène, et à l'intense lobbying des acteurs du financement participatif, les pouvoirs publics ont élaboré un cadre réglementaire complet pour encadrer son développement.

2.1. Contexte politico-économique

¹ Source : *Crowdfunding : un mode d'emploi*, Panorama de la Plaine

² source : Massolution

³ *La Finance Participative investit l'immobilier*, Le Figaro, 26 mai 2015

Chantier entamé dès le début de l'année 2013, à la suite d'une mobilisation générale des acteurs de la finance participative à la veille des élections présidentielles de 2012, il aura fallu près de deux ans au gouvernement pour créer un cadre réglementaire en faveur de la finance participative, et ainsi « reconnaître » la consécration du phénomène. Aussi, les différentes négociations entamées entre le gouvernement, les associations de lobbying (notamment France Finance Participative), les établissements bancaires et les plateformes de crowdfunding ont abouti à une ordonnance en date du 30 mai 2014 et un décret en date du 16 septembre 2014.

Initialement, les textes prévoyaient un plafond de prêt à 250 euros par personne pour un financement global de 300.000 euros par projet, ce qui avait pour effet de limiter le nombre de contributeurs à 1.200. L'idée fondamentale du projet visait à encadrer de manière restrictive toute tentative de créer un système de financement parallèle au circuit traditionnel, l'Etat étant viscéralement attaché au monopole bancaire historique et craignant la formation et l'éclosion d'une nouvelle bulle. Toutefois, face à l'explosion du phénomène, le gouvernement et l'AMF ont été contraints de réétudier leur position afin de faire évoluer ces seuils et permettre aux internautes de financer des projets (notamment entrepreneuriaux) à hauteur de un million d'euros sous forme de prêt ou de prise de participation au capital. A l'occasion d'un discours à San Francisco, le Président de la République française, François Hollande, avait lui-même annoncé une évolution remettant en cause le monopole bancaire. Cette évolution était d'autant plus nécessaire que le tissu entrepreneurial français pointait du doigt la défaillance des banques en matière de financement des PME, suite au renforcement de la réglementation financière (Bâle III) conséquemment à la crise financière de 2008. Pour les entreprises recherchant un financement entre 100.000 euros et un million d'euros, il était devenu très compliqué de se faire une place aux yeux des banques et des fonds d'investissement.

2.2.2. Règles de régulation et d'encadrement

En raison de leur activité, les plateformes de financement participatif sont désormais soumises à des exigences en termes de capital, d'agrément ou d'immatriculation au titre de la réglementation bancaire et financière. Et pour cause, quel que soit le

modèle de financement proposé par ces plateformes, celles-ci collectent des fonds en faisant appel public à l'épargne, conservent et gèrent des fonds (éventuellement) ou encore distribuent des « produits financiers ». En ce sens, les pouvoirs publics ont instauré des procédures d'agrément et de statuts, en fonction du mode de financement (dons, prêts et fonds propres) et des services proposés par les acteurs, afin de sécuriser et encourager l'exercice du financement participatif. Ces obligations sont détaillées dans l'ordonnance du 30 mai 2014 et son décret du 16 septembre 2014. Selon la nature des activités exercées par ces plateformes, les exigences seront sensiblement différentes.

En ce qui concerne les plateformes reposant sur le modèle du don avec ou sans contrepartie (*Ulule*, *MyMajorCompany* ou encore *KissKissBankBank*), les textes opèrent une distinction entre celles qui reçoivent des fonds pour la réalisation d'un projet, sur un compte spécifique, et les plateformes qui ne proposent qu'un service de mise en relation entre un porteur de projet et un donateur. Et pour cause, seuls des prestataires agréés auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR)⁴ sont autorisés à exercer une activité de fourniture de services de paiement.

En ce qui concerne les plateformes reposant sur le modèle du prêt (*crowdlending*), l'administration opère une distinction entre celles qui en accordent à titre gratuit ou onéreux. Et pour cause, en raison du monopole bancaire en matière de prêts rémunérés, la délivrance de prêts nécessite soit de disposer d'un agrément, soit de s'adosser à une banque partenaire. Ainsi, toute plateforme qui entend consentir des prêts rémunérés doit obtenir au préalable un agrément « d'établissement de crédit »⁵ auprès de l'ACPR. Ce statut dérogatoire est ouvert aux plateformes dont le montant total prévisionnel d'emprunt n'excède pas un plafond fixé à 3 millions d'euros par mois, et dont le capital minimum doit être de 40.000 euros. *A contrario*, si elle agit en qualité d'intermédiaire, en s'adossant à un établissement bancaire partenaire, alors elle relève du statut « d'intermédiaire en opérations de banque et en services de paiement (IOBSP) » et doit être immatriculée à l'Organisme pour le Registre des

⁴ L'ACPR est une autorité administrative indépendante, adossée à la Banque de France, qui est en charge de l'agrément et de la surveillance des établissements bancaires et d'assurance.

⁵ A noter que l'agrément nécessite de disposer d'un capital social minimum compris en 1 et 5,5 millions d'euros.

Intermédiaires en Assurance (ORIAS). Enfin, si ladite plateforme entend consentir des prêts à titre gratuit, aucun agrément ou autorisation spéciale n'est requis. A noter que le décret fixe un plafond à 1.000 euros pour les prêts consentis à titre onéreux et à 4.000 euros pour les prêts consentis à titre gratuit (sans intérêt) ; le plafond global du financement étant fixé, quant à lui, à un million d'euros.

En ce qui concerne les plateformes reposant sur le modèle de l'investissement en fonds propres (*crowdequity*), les pouvoirs publics ont créé deux statuts/agréments en distinguant le Prestataire de Services d'Investissement (PSI) et le Conseiller en Investissements Financiers (CIF). Ainsi, la recherche de souscripteurs pour le compte d'un porteur de projet, couplée à la réception d'ordres de souscription de la part d'internautes, est assimilée à un service d'investissement sur instruments financiers. A ce titre, si ces services sont fournis de manière habituelle, la plateforme doit obtenir au préalable un agrément PSI auprès de l'ACPR (après approbation de l'AMF) ou, à défaut, être mandatée en qualité d'agent lié par un prestataire de services d'investissement. En revanche, la plateforme qui communique sur des opinions relatives à des projets doit être immatriculée au registre unique des intermédiaires de l'ORIAS au titre de «Conseiller en Investissements Financiers » et doit appliquer *« les règles protectrices pour l'investisseur, notamment le test d'adéquation obligeant le prestataire de services d'investissement à ne conseiller un investissement qu'après s'être assuré qu'il correspondait effectivement aux besoins, objectifs, connaissances ou expérience et situation financière du client »*⁶.

Enfin, il convient de préciser qu'un label *« plateforme de financement participatif régulée par les autorités françaises »* devrait être mis en place progressivement afin d'orienter davantage les internautes dans le choix de la plateforme.

⁶ *Guide du financement participatif*, ACPR/AMF

II. L'extension du financement participatif aux opérations immobilières

Fortes d'un développement toujours plus important, les plateformes de crowdfunding n'ont cessé de rechercher de nouveaux relais de croissance. Dans cette perspective, elles sont de plus en plus nombreuses à proposer une alternative aux opérateurs immobiliers, dans le cadre du montage financier de leurs opérations, et ce, moyennant une rémunération attractive pour les investisseurs.

1. Le montage (traditionnel) d'une opération de promotion immobilière

Traditionnellement, une opération immobilière s'opère en trois phases : le développement, le montage et les travaux. Ces différentes phases correspondent à la recherche, l'étude et l'acquisition d'un tènement foncier, le montage juridique et administratif (constitution d'une société ad hoc et obtention des autorisations d'urbanisme), technique (coûts de construction et honoraires), commercial et financier (étude de marché, structuration du financement), et la réalisation des travaux (respect des délais et des coûts prévisionnels).

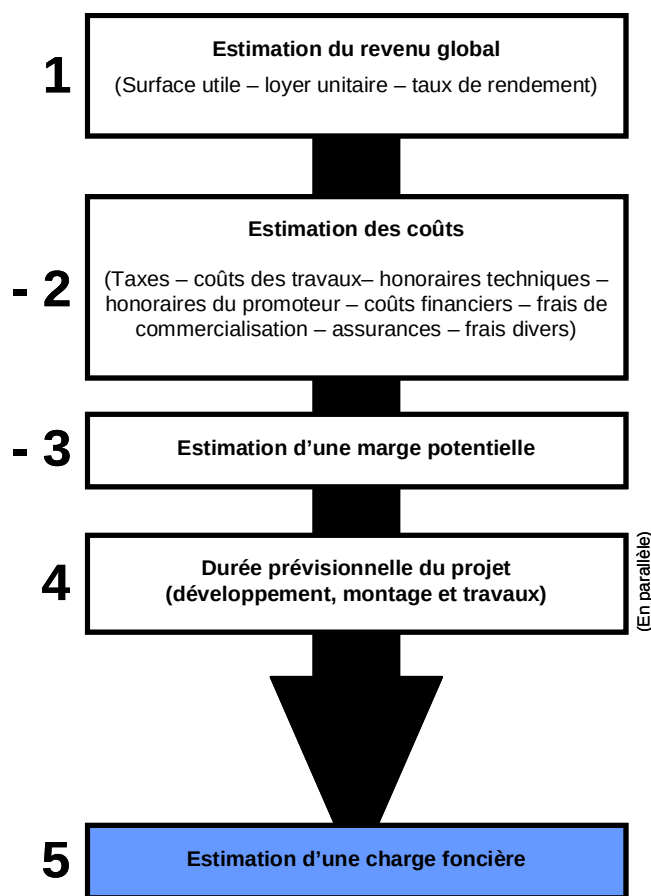
Dans la pratique, le point central d'une opération réside dans le montage de son financement. En effet, au-delà de l'identification et la signature d'une opportunité foncière, la recherche de financement constitue la préoccupation majeure d'un promoteur (à l'exception des majors de la profession), et ce, au même titre que la commercialisation de son programme.

1.1. Le bilan promoteur

Pour chaque opération immobilière, un promoteur doit nécessairement revêtir un rôle de « *risk manager* ». En effet, préalablement à tout projet, il doit déterminer le degré de risque qu'il est prêt à supporter par rapport à un profit escompté. Dans ce cadre, il effectue une anticipation des recettes et des dépenses prévisionnelles et détermine la marge potentielle de l'opération projetée. Dans cette perspective, il doit nécessairement déterminer le prix de vente de son programme en anticipant le prix de marché à deux, trois voire quatre ans, et estimer le coût de construction

(l'économiste de construction n'intervenant qu'à la fin de la phase du développement).

Ainsi, la difficulté de l'exercice consiste à définir un budget réaliste en appréhendant les risques éventuels, et ce, sans obérer sa capacité à conclure la signature d'un tènement foncier par excès de prudence. Et pour cause, à ce stade du projet, il est en pourparlers avec le vendeur dudit foncier, dont la proposition résultera du budget prévisionnel. En effet, le prix d'un terrain est calculé par la méthode dite « à rebours » qui consiste à retrancher du chiffre d'affaires de l'opération l'ensemble des dépenses (y compris la marge) comme suit :



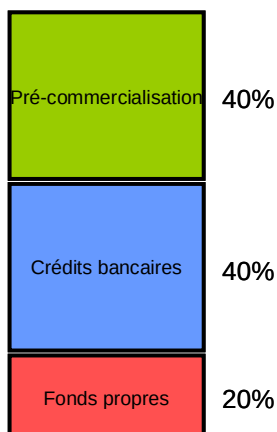
En conséquence, une bonne appréhension des risques commerciaux, administratifs et techniques est primordiale, d'autant que l'effet direct serait de réduire le montant de la charge foncière. Cette gymnastique complexe se matérialise dans un bilan financier, dit « bilan promoteur » (voir annexe) dont les prévisions ont un impact significatif dans le montage financier du promoteur (crédit bancaire, réservations, rythme de vente).

1.2. Le montage financier d'une opération immobilière

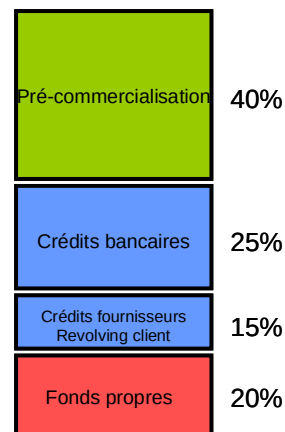
Comme énoncé précédemment, le montage financier d'une opération de promotion immobilière est le « nerf de la guerre » d'un opérateur de petite ou moyenne envergure. Rappelons que ces opérateurs sont avant tout des entrepreneurs pour lesquels chaque programme correspond à une nouvelle entreprise. Ainsi, chaque opération s'analyse comme un risque, notamment financier, d'autant qu'elles nécessitent de mobiliser des capitaux importants en sus de recourir au crédit bancaire. Un opérateur immobilier est régulièrement confronté à des difficultés pour rassembler ces capitaux, sachant qu'il recherche généralement à minimiser son apport en fonds propres pour réduire son exposition au risque, profiter de l'effet de levier du crédit et se consacrer au développement d'autres opérations. D'autant que ces fonds sont immobilisés pour une durée de deux à trois ans selon le type et l'envergure du projet, ce qui tend à opérer un arbitrage. En ce sens, il a généralement recours à des organismes financiers qui, soit dit en passant, ont une approche différente en fonction de la nature de l'opérateur (promoteur national, régional ou local) et exigent une communication transparente sur l'ensemble des éléments de l'opération (étude de marché, typologie, budget et planning prévisionnels, etc.) afin de statuer sur les modalités de financement de l'opération. En conséquence, le recours bancaire peut rapidement se traduire par une immixtion de l'organisme financier dans le montage du projet (étude de marché, prix et rythme de vente, budget travaux)...

En règle générale, le montage financier d'une opération immobilière se présente comme suit :

Montage financier simplifié



Montage financier détaillé



Quel que soit le montage financier de l'opération, y compris avec le crowdfunding, le recours à un financement auprès d'un établissement bancaire est systématique. Et pour cause, au-delà de satisfaire un besoin en financement, le recours au financement bancaire contribue à améliorer la performance des fonds propres, mesurée par le taux de rentabilité interne (TRI) de l'opération, en raison de l'effet de levier qu'il génère.

1.2.1. Le crédit promoteur

Si les établissements bancaires sont susceptibles d'intervenir dans le financement d'une opération en participant au tour de table, via des structures dédiées, ils sont majoritairement des pourvoyeurs de fonds à travers un crédit promoteur.

Dans le cadre d'une opération de promotion immobilière, le montage financier convient de tenir compte de la particularité des emplois et des ressources ainsi que de leurs dates de réception ou de paiement qui sont susceptibles de varier au cours de l'opération. Et pour cause, les aléas techniques, administratifs ou commerciaux sont susceptibles de remettre en cause le coût de revient et le délai de construction de l'ouvrage tels qu'anticipés en amont dans le budget prévisionnel de l'opération. En effet, au stade de la recherche de financement, un programme immobilier est projeté sur des bases prévisionnelles (revenu, coût de revient et délai). En conséquence, un opérateur exprime nécessairement le besoin de disposer d'une facilité bancaire qui lui assure une flexibilité suffisante pour couvrir une éventuelle impasse de trésorerie.

Ainsi, le montage financier traditionnel d'une opération immobilière comporte un dispositif d'ouverture de crédit à moyen terme (de 12 mois à 3 ans), dit « crédit promoteur », qui s'assimile à une avance de trésorerie utilisée pour financer l'acquisition du foncier et les premières dépenses de l'opération (études de sols, études architecturales et démarrage des travaux). En pratique, cette ligne de crédit est généralement accordée pour une durée de deux ans mais inclut un délai supplémentaire pour prévenir d'éventuels retards de construction ou de commercialisation. Par ailleurs, l'ouverture de crédit ne couvre que 40% du coût de revient de l'opération, le reste étant assuré par l'apport en fonds propres du promoteur et la pré-commercialisation liée au dispositif de vente en état futur

d'achèvement (VEFA). Enfin, la mise en place d'un crédit promoteur suppose la mise disposition des fonds propres de l'opérateur, et ne peut intervenir avant l'obtention d'un permis de construire devenu définitif, c'est-à-dire purgé de tout recours (tiers et préfet) ainsi que du retrait administratif, ce qui peut prendre une année (cf. frise chronologique). Au cours de cette période, l'organisme financier ne peut apporter qu'une garantie au paiement de l'indemnité d'immobilisation prévue dans la promesse de vente unilatérale du foncier.

Par ailleurs, contrairement à un prêt classique, le crédit promoteur présente des particularités en termes de fonctionnement et de coûts. Et pour cause, à l'instar du dispositif de la VEFA (voir ci-après), il se caractérise par un tirage progressif au fur et à mesure de l'avancée de la construction (et du besoin en financement), fonctionnant étroitement avec la trésorerie de l'opération. De même, il comporte une partie « tirée » qui est rémunérée sur la base d'un taux variable à court terme (EONIA ou EURIBOR 1 mois), augmenté de la marge de la banque, et une partie « non tirée » (mais en attente de tirage) qui est rémunérée par une commission de non-utilisation (généralement égale à la moitié de la marge de la banque). Bien que ces fonds ne soient pas utilisés, l'organisme financier rémunère son risque d'autant qu'il assure au promoteur la mise à disposition des fonds en cas de nécessité. A noter, qu'en sus de ces rémunérations, l'organisme financier facture également une commission d'arrangement (environ 0,50% à 1,00% du montant total de l'ouverture de crédit) à l'ouverture de la ligne de crédit ainsi que des commissions de tirage à chaque mise à disposition de fonds.

En conséquence, si le promoteur tente de limiter son apport en fonds propres, il cherche également à limiter autant que possible le recours à une ouverture de crédit en raison des délais d'obtention et de validité ainsi que des nombreuses commissions dont elle fait l'objet. D'autant qu'au final, cette ouverture de crédit n'est pas nécessairement utilisée, à tout le moins dans sa totalité. Toutefois, cette entreprise est complexe au regard de la nécessité de conserver une marge de sécurité en cas d'imprévu. En effet, si cette ligne de crédit était insuffisante et qu'un imprévu survenait, le promoteur serait contraint de le financer sur fonds propres.

Enfin, pour le financement d'une opération immobilière, il convient de raisonner en montants TTC. Et pour cause, le promoteur décaisse de la TVA sur les coûts de

construction et en encaisse lorsqu'il commercialise le programme auprès des acquéreurs. Néanmoins, le planning de décaissement ne coïncide pas nécessairement avec celui de l'encaissement, ce qui peut générer une impasse de trésorerie et nécessiter un financement bancaire (en sus de l'ouverture de crédit). A noter qu'il est d'usage de procéder à un financement distinct en raison des sûretés dont bénéficie l'établissement financier. Ainsi, le crédit promoteur est garanti par une hypothèque de premier rang sur l'immeuble⁷ tandis que le financement de la TVA est garanti par une cession Dailly sur la créance de restitution de la TVA par le Trésor public (Note de bas de page : La cession Dailly permet au promoteur de bénéficier d'une marge bancaire réduite sur cette ouverture de crédit, généralement égale ou inférieure à la moitié de la marge sur l'ouverture de crédit en principal et très rarement supérieure à 1% l'an).

1.2.2. Les garanties dans les opérations immobilières

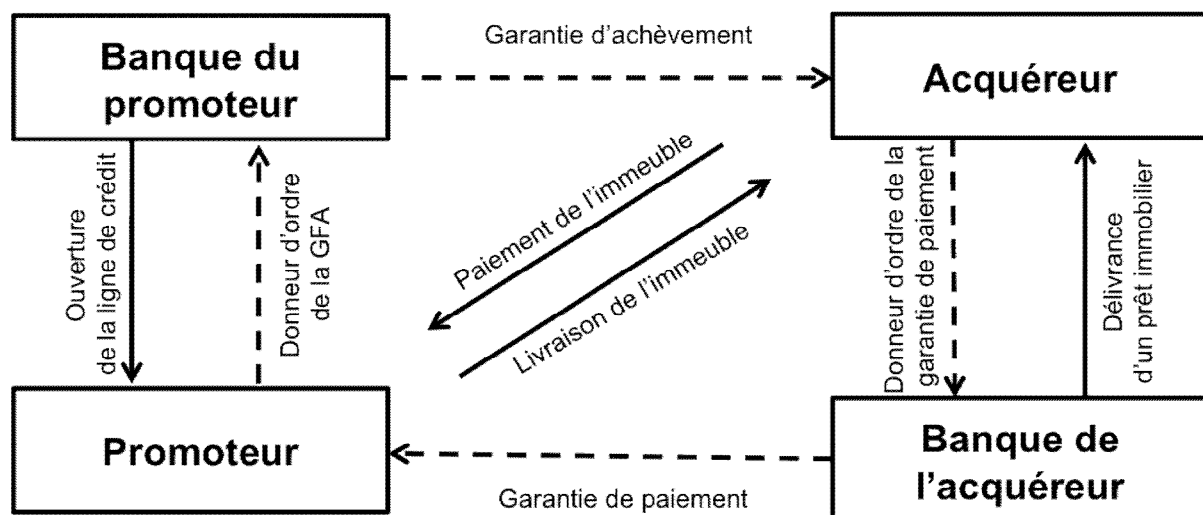
Si elles ne constituent pas le financement stricto sensu d'une opération immobilière, les garanties justifient en elles-mêmes l'intervention des établissements bancaires dans le montage de l'opération. A ce titre, et aussi paradoxal que cela puisse paraître, un opérateur sollicite un établissement financier davantage pour les garanties qu'il est susceptible de lui accorder que pour un financement. Ce paradoxe réside dans les conséquences des conditions négociées avec les fournisseurs (vendeur du terrain et entreprises de construction) et les acquéreurs. En effet, des conditions favorables en termes de montants et de dates de paiement peuvent suffire à ne pas exprimer de besoin de financement, l'éventuelle impasse de trésorerie pouvant être couverte par les fonds propres de l'opérateur.

En revanche, le promoteur a nécessairement besoin de recourir à un établissement financier afin que celui-ci lui délivre une garantie financière d'achèvement (GFA), moyennant une commission d'engagement. Et pour cause, depuis le 1^{er} janvier 2015, la garantie financière extrinsèque, c'est-à-dire délivrée par un établissement financier est obligatoire pour toute cession en état futur d'achèvement. En effet, désormais, un opérateur ne peut plus commercialiser en VEFA avec une garantie

⁷ Dans la pratique, une garantie personnelle du promoteur peut être exigée en complément. Celle-ci autorise la banque à se servir sur les actifs personnels du promoteur ou des associés de l'entreprise de promotion si le crédit n'a pas été remboursé à son échéance. D'où l'importance d'une bonne analyse et anticipation des rythmes de vente

intrinsèque. La GFA s'assimile à une caution donnée aux futurs acquéreurs du programme, qui leur assure l'achèvement du chantier, et ce, même en cas de faillite ou de disparition du maître d'ouvrage. Elle prend la forme soit d'une ouverture de crédit, auquel cas le l'établissement financier s'engage à avancer les fonds au vendeur ou à payer pour son comptes les sommes nécessaires à l'achèvement des travaux, soit d'une convention de cautionnement, auquel cas l'établissement financier s'engage solidairement avec le vendeur à payer les sommes nécessaires à l'achèvement des travaux.

De la même manière, le promoteur bénéficiera à son tour d'une garantie de paiement due par l'acquéreur pour prévenir le risque de non-paiement de ce dernier. Ainsi, l'intervention des établissements bancaires dans le montage d'une opération immobilière peut s'établir comme suit :



Source : d'après les informations de l'ouvrage *Management de l'Immobilier*, coordonné par Denis Burckel, Editions Vuibert

1.2.3. Les mécanismes de la vente en état futur d'achèvement (VEFA) et de la vente d'immeuble à rénover (VIR)

Dans le cadre du montage d'une opération immobilière, une spécificité juridique française offre la possibilité aux opérateurs de structurer leur montage financier à partir de la pré-commercialisation réalisée sur le projet à venir. Ce mécanisme correspond aux dispositifs de vente en état futur d'achèvement et de vente d'immeuble à rénover.

Créée par la loi du 3 janvier 1967 et codifiée à l'article 1601-3 du code civil, la vente en état futur d'achèvement est *« le contrat par lequel le vendeur transfère immédiatement à l'acquéreur ses droits sur le sol ainsi que la propriété des constructions existantes. Les ouvrages à venir deviennent la propriété de l'acquéreur au fur et à mesure de leur exécution ; l'acquéreur est tenu d'en payer le prix à mesure de l'avancement des travaux »*. En pratique, lors de la commercialisation d'un immeuble, il convient de distinguer deux types de contrats, à savoir le contrat préliminaire de VEFA et le contrat de vente définitif en VEFA. Bien que juridique, le régime de la VEFA doit être rigoureusement appréhendé dans le montage financier d'une opération immobilière en raison des obligations réciproques des parties, en particulier en matière d'échelonnement des paiements. Ainsi, la loi de 1967 organise les appels de fonds comme suit :

- Dépôt de garantie : inférieur à 5% pour une réalisation dans les 24 mois ou inférieur à 2% pour une réalisation à l'horizon de plus de 24 mois,
- Achèvement des fondations : 35% au maximum,
- Mise hors d'air : 70% au maximum,
- Mise hors d'eau : 80% au maximum,
- Constatation des finitions : 95% au maximum
- Livraison avec ou sans réserves, pour un bien conforme au contrat : 5% correspondant au solde.

Par ailleurs, lorsqu'un opérateur a identifié un foncier, il peut opter soit pour un développement spéculatif dit « en blanc », soit un développement en vente en état futur (d'achèvement ou de rénovation), c'est-à-dire sous couvert d'un accord avec des acquéreurs (particuliers ou investisseurs) qui lui sécurisent tout ou partie du

risque commercial de l'opération. Les régimes juridiques de la V.E.F.A. et de la V.E.F.R., spécifiques à la France, permettent de disposer plus aisément des capitaux nécessaires au montage d'une opération immobilière. L'acquéreur intervenant au fur et à mesure de l'avancement du programme, son apport concourt au financement de l'opération. Aussi, le promoteur peut financer son opération avec le crédit fournisseur et le crédit client, nés du système de vente en état futur. En conséquence, le besoin financier est ramené à 40%, le reste étant financé par l'apport des acquéreurs tandis que, dans les autres pays européens, il est de 80%.

Aux termes de la loi du 13 juillet 2006, codifiée à l'article L261-2 du Code de la Construction et de l'Habitation, la Vente en Etat Futur de Rénovation (VEFR) ou Vente d'Immeuble à Rénover (VIR) est un « *contrat par lequel un acteur qui vend un immeuble à usage d'habitation s'engage à réaliser directement ou indirectement des travaux sur cet immeuble, et transmet la propriété du bâti avant l'achèvement et moyennant finance* ». Statut assez similaire à celui de la VEFA, créé notamment pour réglementer les opérations de marchands de biens. Ce texte a pour vocation de protéger les acquéreurs à travers la mise en place d'un échelonnement des paiements de travaux sous contrôle d'un expert, de la fourniture d'une garantie d'achèvement des travaux et d'une assurance dommage-ouvrage. Le prix est payé en fonction de l'avancement des travaux de telle sorte que l'on distingue le prix de l'existant, payé à la signature du contrat, et le prix des travaux, qui ne peut excéder :

- à l'achèvement des travaux : 50% au maximum (représentant la moitié du prix total des travaux,
- à l'achèvement total des travaux : 95% au maximum.

1.3. Le montage juridique d'une opération de promotion immobilière

Jusqu'à l'adoption de la loi du 3 janvier 1967, les opérations de promotion immobilière s'opéraient essentiellement via des sociétés de participation. Cet outil juridique s'est révélé inadapté à des opérations en vente en état futur d'achèvement.

Désormais, les promoteurs utilisent majoritairement la société civile de construction vente (SCI ou SCCV), spécifiquement encadrée par la loi du 16 juillet 1971.

Toutefois, de nouvelles tendances émergent et certains d'entre eux n'hésitent plus à utiliser des sociétés commerciales telles que les SARL voire les SNC.

Tant sur le plan financier que fiscal, ces sociétés *ad hoc* présentent un intérêt certain. En effet, la transparence fiscale caractéristique de ces structures permet à un opérateur de faire remonter les résultats (bénéficiaires ou déficitaires) au niveau des associés de la société (IR) ou de la société mère (IS). Le mécanisme d'appels de fonds auprès des associés, qui est à la discrétion du gérant, confère un intérêt supplémentaire à ces structures dans la mesure où il permet de répondre au besoin de financement au cours de l'opération. En principe, le capital de la société civile immobilière est limité au niveau le plus bas mais les associés sont tenus d'apporter les fonds en compte courant. Ces fonds ne sont pas nécessairement bloqués pendant toute la durée de l'opération puisqu'ils peuvent être libérés en tout ou partie en fonction des besoins et de ses obligations contractuelles de la société. Au demeurant, la rentabilité des fonds propres apportés en comptes courants peut être très élevée si la durée d'immobilisation est courte. La plupart des opérations se déroulant sur 2 à 3 ans, la rentabilité des fonds propres doit être divisée d'autant pour être comparable aux taux de placements comparables. En revanche, leur statut juridique induit une responsabilité indéfinie des associés, ce qui constitue certes un solide gage pour les créanciers mais surtout un risque majeur pour les associés.

2. Les spécificités du crowdfunding immobilier

Le financement d'une opération immobilière via le financement participatif présente quelques particularités qu'il faut nécessairement appréhender, tant en qualité d'opérateur que d'investisseur.

2.1. Une offre variée et évolutive

A l'énoncé du terme « crowdfunding immobilier », le financement d'opérations de promotion immobilière l'emporte assez majoritairement tant son développement est important. Pourtant, le financement participatif « immobilier » s'étend à d'autres métiers de la branche immobilière tels que l'investissement locatif (voir ci-après). Au cours de mes recherches, j'ai eu l'opportunité de m'entretenir avec les dirigeants de plateformes proposant des services différents. Si cette étude vise précisément le

financement d'opérations de promotion immobilière, nous analyserons succinctement les autres services offerts par le crowdfunding immobilier car ils sont la preuve que ce phénomène est évolutif et se généralise.

2.1.1. Le financement de la promotion immobilière

Comme énoncé précédemment, le financement de la promotion immobilière constitue le « noyau dur » du crowdfunding immobilier. Le modèle s'inspire de l'appétence des investisseurs pour cette classe d'actifs et le manque de fonds propres des promoteurs vis-à-vis des banques (en particulier de la crise des subprimes de 2008). En effet, comme l'explique Joachim Dupont, Président d'Anaxago, *« avec le resserrement du crédit et les ventes qui ont tendance à s'étaler, les promoteurs ont besoin de plus de fonds propres »*⁸.

Pratiqué depuis quelques années aux Etats-Unis, le crowdfunding immobilier a connu une croissance exponentielle Outre-Atlantique, porté par un cadre réglementaire très favorable : le « JOBS ACT » promulgué en 2012. Fin 2014, les Etats-Unis recensaient une soixantaine de plateformes collectant de 100 euros à un million d'euros par investisseurs. Cette année-là, la plateforme Funrise a annoncé une collecte de 25 millions de dollars pour la seule poche immobilière. En France, ce n'est qu'à partir de 2012 que le concept a commencé émerger. Pour autant, il s'affirme déjà comme un véritable phénomène dans les sphères financière et immobilière en raison de l'explosion du marché (plateformes et levées de fonds). En témoigne l'entrée de la société Bouygues Immobilier au capital de la plateforme Lymo.

Le concept consiste à fédérer des particuliers autour de projets, préalablement sélectionnés par les plateformes après une due diligence (la majorité des plateformes indique ne sélectionner que 5 à 10% des dossiers qui leur sont proposés), afin qu'ils investissent leurs deniers personnels à leur guise, sachant que le ticket d'entrée est de 1.000 euros minimum. A titre d'exemple, la plateforme Anaxago s'est associée au groupe d'assurance SFS, qui bénéficie d'une expertise reconnue dans le domaine immobilier, pour constituer un comité en charge de

⁸ Crowdfunding : faut-il investir dans l'immobilier participatif ?, Challenge, Jean-Louis Dell'Oro, 24 octobre 2014.

l'évaluation des risques inhérent à chaque dossier présenté (commercialisation, garanties financières, permis de construire définitif, etc.). Par la suite, les fonds récoltés concourent à la constitution des fonds propres dans la structuration du financement de l'opération.

Traditionnellement, le montage financier d'une opération (cf. graphiques ci-avant) se décompose des fonds propres du promoteur (20%), de la pré-commercialisation du programme (40%) et du crédit bancaire (40%). Les fonds collectés par l'intermédiaire des plateformes de *crowdfunding* n'ont pas vocation à substituer le recours bancaire mais à renforcer les fonds propres. De la sorte, cela permet au promoteur de mobiliser moins de fonds propres sur une seule opération afin de développer d'autres projets et/ou de faciliter l'obtention de son crédit bancaire. Ainsi, ces fonds s'assimilent à un fonds de roulement qui lui permet d'assurer une croissance de son activité tout en diversifiant son risque. D'autant que depuis la crise de 2008, sous couvert de la réglementation financière Bâle III, les établissements bancaires ont renforcé leurs exigences en termes de fonds propres bloqués par le promoteur (15 à 20% contre 5 à 10%).

Le financement participatif vise essentiellement un public de promoteurs et/ou de marchands de biens locaux voire régionaux. Le concept n'a pas vocation (pour le moment) à s'étendre aux grands opérateurs nationaux qui ont accès aux marchés financiers pour lever des fonds, à moindre coût, soit via une émission d'actions nouvelles, soit via une émission obligataire. En conséquence, ce phénomène ne concerne que les opérateurs conservant de par leur taille une vision opérationnelle que financière.

De la même manière, bien que les critères diffèrent d'une plateforme à l'autre, le financement participatif constitue une solution viable pour une catégorie restreinte de projets (construction, lotissement, réhabilitation, voire asset management). A titre d'exemple, Jean-Baptiste Vayleux, Directeur Général de Lymo, me confiait qu'il ne visait que des projets de petites résidences comportant entre 10 et 15 logements (essentiellement des appartements de type 2 et de type 3). Et pour cause, il considère que ce segment est moins concurrentiel et, qu'en conséquence, le risque commercial est limité. Ainsi, le promoteur minimise le risque de ne pas vendre et donc de ne pas être en mesure de rembourser les investisseurs. Enfin, ne

nécessitant pas de grands fonciers, ces projets sont généralement situés en centre-ville et ne comportent pas de logements sociaux. Ces critères permettent de sécuriser l'investissement des internautes et les fédérer pour qu'ils retiennent l'expérience.

Par ailleurs, ces plateformes offrent/promettent des rendements annuels entre 8 et 12% (voire davantage), ce qui constitue une très bonne performance des fonds surtout si on la compare à celle du Livet A, dont le taux est désormais de 0,75% depuis le 1^{er} août 2015. En revanche, ils ne sont pas garantis car de nombreux aléas sont susceptibles de les remettre en cause : retards sur le chantier, hausse du coût de construction, baisse des prix de vente, faible rythme de vente, etc. Pour autant, ils ne sont pas non plus utopiques ; ils résultent du mécanisme de l'effet de levier. En effet, dans un montage classique, une opération étant majoritairement financée en ayant recours au financement bancaire (et par le mécanisme de la VEFA), « la création de valeur apportée par l'opérateur, au moment de la revente, lui permet de rembourser le crédit, récupérer ses fonds propres et dégager une marge »⁹ (voir graphique ci-après). C'est ce qui constitue l'effet de levier, à savoir la faculté à multiplier le résultat bénéficiaire ou déficitaire pour chaque euro investi.

Mécanisme de l'effet de levier classique :

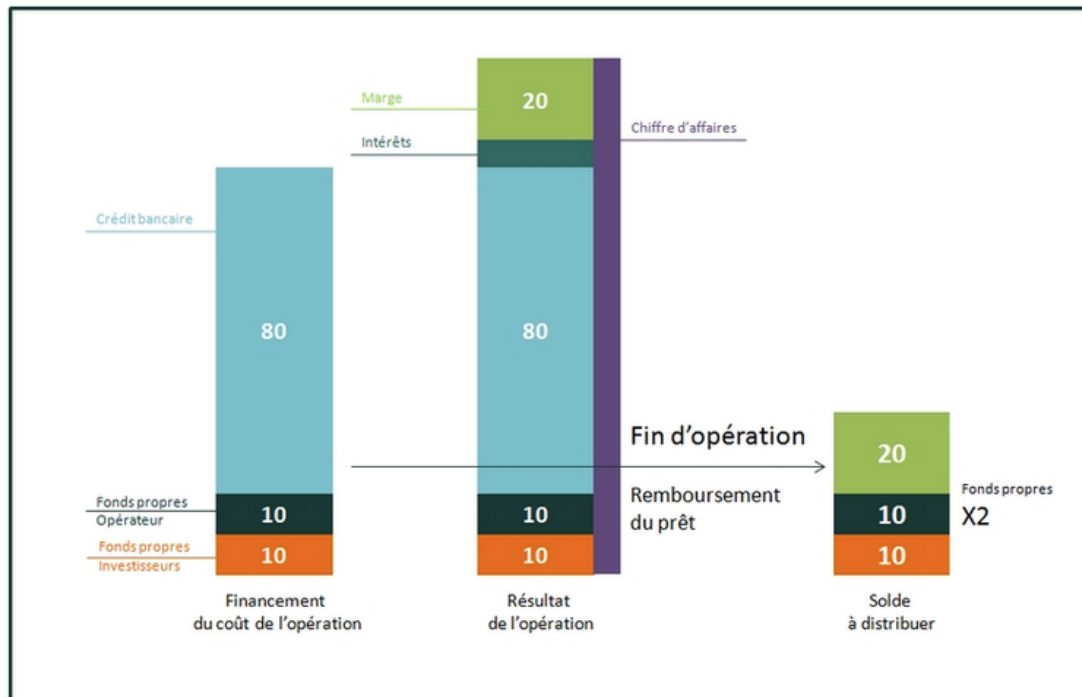


Source : Immocratie

⁹ Source : Immocratie

Dans l'hypothèse d'un montage recourant au financement participatif, l'effet multiplicateur est partagé (contractuellement) entre l'opérateur et l'investisseur dans le cas d'une participation au capital. Et pour cause, l'investisseur contribue à la création de valeur en mettant à la disposition de l'opérateur des fonds dès la phase amont.

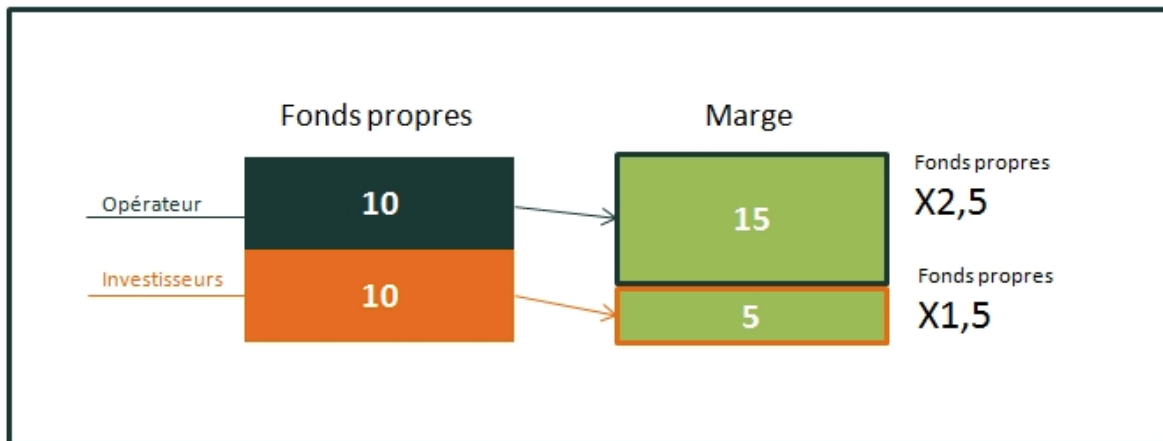
Mécanisme de l'effet de levier avec crowdfunding :



Source : Immocratie

En revanche, le partage contractuellement établi ne s'effectue pas au prorata des fonds apportés dans la mesure où l'opérateur conserve un rôle majeur dans le développement du projet.

Partage de la marge (et de l'effet de levier) :



Source : Immocratie

Dans le cas d'un financement obligataire, l'effet multiplicateur est simplement amputé du surcoût du capital, c'est-à-dire de la différence entre le prix du coupon et l'intérêt bancaire.

2.1.2. L'investissement locatif

Deuxième catégorie de services proposés par certaines plateformes (*Homunity* par exemple), l'investissement locatif demeure une activité secondaire dans la sphère de la finance participative. Car si l'engouement des investisseurs pour cette offre est encore timoré, il convient de préciser que son essor est également plus récent. Néanmoins, nul doute que le succès de ce modèle ne devrait pas tarder à se manifester. Et pour cause, ces plateformes profitent de l'engouement des particuliers pour les Sociétés Civiles de Placements Immobiliers (SCPI) dont la collecte s'est élevée à 3,5 milliards d'euros en 2014¹⁰. D'ailleurs, les plateformes de *crowdfunding* empruntent la même recette que ces dernières, à savoir :

- un ticket d'entrée faible (à partir de 5.000 euros) qui permet d'investir dans un projet immobilier avec un montant raisonnable et accessible et/ou qui permet plus aisément de diversifier un portefeuille d'investissements immobiliers et réduire ainsi au maximum le risque,

¹⁰ Aspim

- l'absence de recherches d'un bien immobilier, à la différence que ces plateformes soumettent des biens sélectionnés pour leur rendement aux internautes,
- l'absence de gestion du bien (gestion des loyers, des locataires ou des travaux), réalisée directement par la plateforme qui se charge de reverser un « loyer net » avec un rendement net de 5% (à tout le moins pour Homunity).

En somme, ces plateformes constituent des « SCPI miniatures définies sur-mesure ». A la différence des SCPI traditionnelles, les particuliers définissent personnellement leur stratégie d'investissement en sélectionnant le ou les biens qu'ils souhaitent intégrer à leur portefeuille ainsi que le montant qu'ils souhaitent allouer.

Dans cette perspective, j'ai eu l'opportunité de m'entretenir avec l'un des associés-fondateur de Homunity, Charles Teytaud, qui s'est livré sur l'activité d'investissement locatif exercée par sa plateforme.

Le modèle de la plateforme est structuré autour de partenariats avec des agents immobiliers et des marchands de biens locaux, voire des promoteurs, qui leur proposent des appartements de type 1 ou de type 2 dans des centres urbains régionaux, d'un montant de 60 à 100.000 euros, permettant de garantir un rendement net annuel de 5% aux investisseurs. De même, en raison de l'outil juridique utilisé, à savoir la Société Civile Immobilière (SCI), les biens recherchés ne doivent pas nécessiter de travaux car, sous cette forme, les associés sont solidairement et indéfiniment responsables.

Créée en Septembre 2014, la plateforme Homunity, qui se revendique leader sur ce segment, a déjà financé 5 investissements et réunit 640 membres actifs. Le montant moyen des levées de fonds mensuelles oscille entre 100 et 150.000 euros, ce qui permet de financer (en paiement comptant) un à deux appartements par mois, sachant que le délai moyen pour boucler une levée de fonds est d'un mois.

La plateforme se rémunère à l'acquisition du bien immobilier, en percevant une retro-commission de l'agence immobilière (50%) et en prélevant 4% du montant investi, et au cours de son exploitation, en prélevant 3% du montant des loyers au titre des frais de gestion.

Prochaine étape, la plateforme envisage de se diversifier en développant un service de défiscalisation en commercialisant des appartements neufs pour le compte de promoteurs.

2.2. Les modes de financement

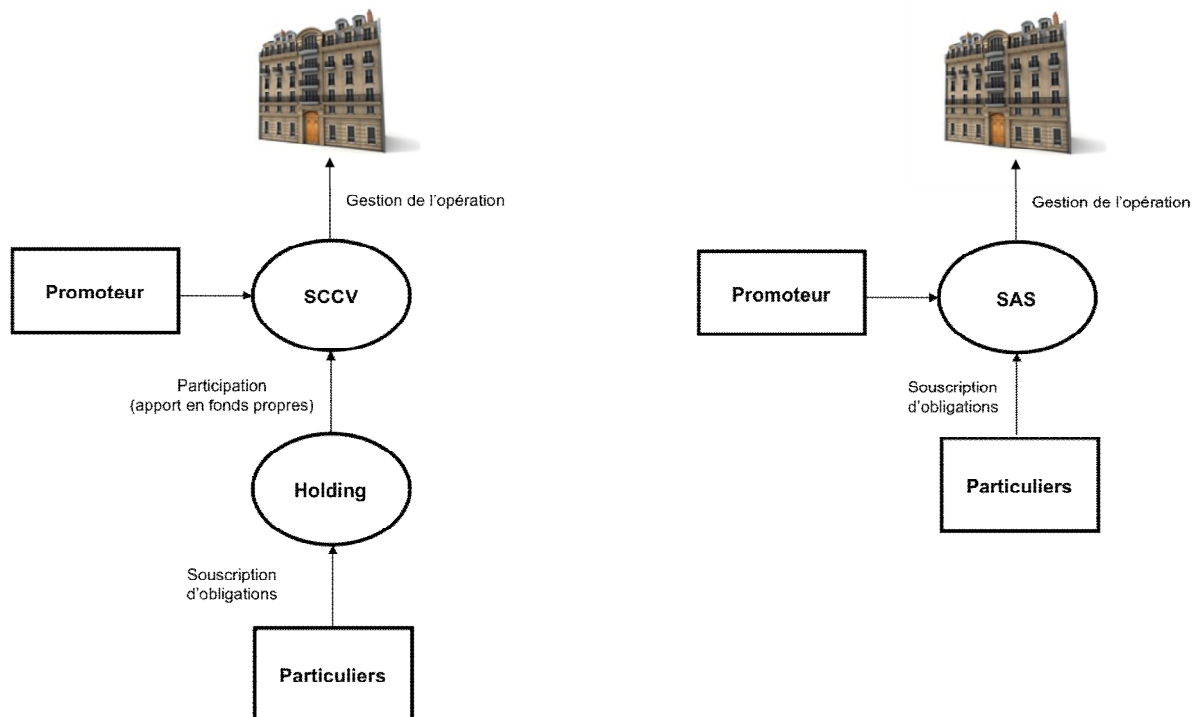
En matière de financement participatif immobilier, il est possible de rencontrer différents types de montages (obligataire, capital ou compte courant d'associés) selon les plateformes de crowdfunding. S'ils partagent un objectif commun, à savoir lever des fonds pour un opérateur moyennant une rémunération pour un investisseur, ces montages n'ont pas les mêmes conséquences juridiques et financières.

2.2.1. Le financement obligataire

Le financement obligataire constitue une alternative au financement en capital. Il correspond à un emprunt, matérialisé sous forme d'obligations, qui prévoit le versement d'un intérêt, généralement annuel, et un remboursement au terme d'un délai prédéfini. Il permet à une entreprise de diversifier ses sources de financement, en particulier lorsqu'elle exprime des difficultés à emprunter auprès des établissements bancaires.

Dans le cadre d'une opération immobilière, il s'opère à travers une émission obligataire soit pour une holding détenant tout ou partie d'une SCCV, soit pour une Société par Actions Simplifiée (SAS).

Schémas du montage obligataire :



Dans le premier cas, la holding gère directement la SCCV et les fonds récoltés sont assimilés à des fonds propres pour la SCCV. Par conséquent, les opérateurs sont prêts à rémunérer très cher ces prêts. Dans le second cas, le montage est sensiblement identique à la différence qu'aucune SCCV n'est constituée. La SAS se charge directement de la gestion du chantier et de la commercialisation du programme.

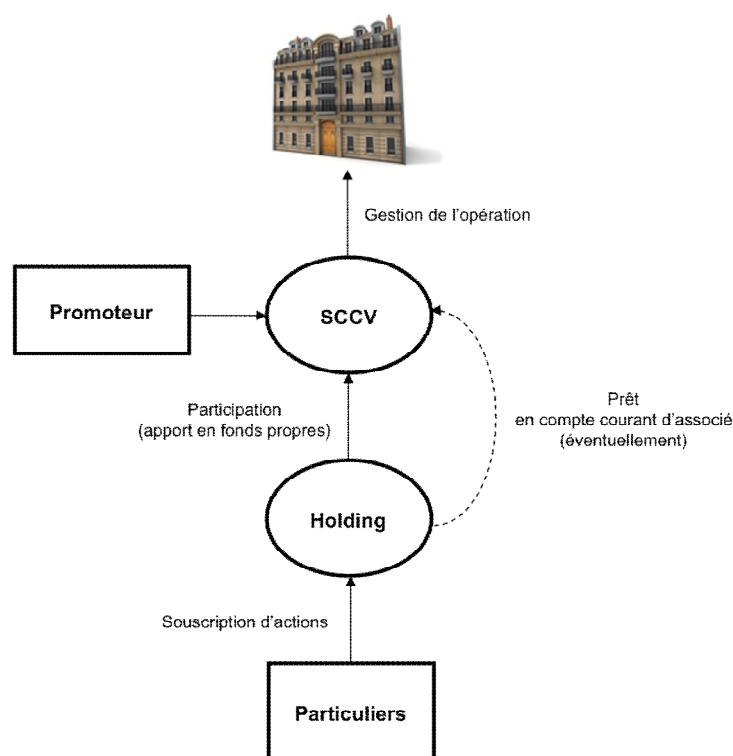
Ce montage permet à l'opérateur de ne pas abandonner une partie de sa marge au profit des investisseurs, tout en augmentant le niveau de ses fonds propres au regard des établissements bancaires et en conservant la main sur le projet. Pour l'investisseur, s'agissant d'une « créance senior », le risque est limité à une rémunération incomplète ou nulle, à un allongement de la durée d'investissement et dans le pire des cas à une perte en capital. Néanmoins, concernant ce dernier point, il convient de rappeler qu'en obligataire les investisseurs ne sont pas solidaires de la dette de la société.

C'est le modèle privilégié par la plateforme Lymo en raison de sa simplicité de compréhension pour l'investisseur, de sa gestion (pas d'assemblée générale) ainsi que de ses garanties en cas de liquidation (rang supérieur aux actionnaires).

2.2.2. Le financement en capital

Le financement en capital consiste à participer au tour de table afin de constituer les fonds propres de la structure *ad hoc* qui porte l'opération. Ainsi, dans la pratique, les investisseurs se regroupent au sein d'une holding, constituée à cet effet, qui prend des parts dans la société civile de construction vente et procède à un apport en compte courant d'associés. Ce modèle est celui privilégié par la plateforme Anaxago, fondée en 2012, qui a notamment levé 1,8 millions d'euros pour le compte du promoteur montpelliérain KaleLithos (2014).

Schéma du mode de financement en capital :



Néanmoins, il présente un certain nombre de contraintes tant pour le promoteur que pour l'investisseur. Et pour cause, l'investisseur peut prétendre à une partie de la marge au titre de sa participation au tour de table. Or, si un promoteur est en mesure de servir un intérêt élevé pour se financer, il n'est pas prêt à abandonner une partie de la marge. D'autant que cette marge contribue à la performance financière de l'opération tant sur le plan de l'effet de levier que sur le plan du taux de rentabilité interne. En conséquence, en abandonnant sa marge, il détériore ces ratios. En revanche, contrairement au financement obligataire, le remboursement n'intervient

pas avant la fin de la commercialisation (soit 24 à 36 mois). Ce délai de remboursement assure une sécurité relative pour le promoteur en cas de rythme de vente moins bons qu'anticipé. En effet, il n'a pas à décaisser des fonds propres pour rembourser le capital investi par la holding. Concernant les investisseurs, la SCCV étant responsable sans limite du chantier, ils peuvent perdre l'intégralité de leur capital si la holding fait faillite d'autant qu'il s'agit d'une créance junior (remboursée après les créances senior). En revanche, en raison du régime juridique de la holding, leur perte se limitera au capital, ce qui peut paraître déséquilibré pour le promoteur qui doit composer avec eux pour le partage de la marge mais pas pour le partage de la perte (au-delà des fonds propres).

A noter qu'en passant par un achat d'actions dans une société holding, les particuliers peuvent bénéficier d'une imposition réduite à condition de détenir ces titres à travers un PEA ou PEA-PME. Ainsi, ils ne sont redevables que de la CSG-CRDS.

2.2.3. Le compte courant d'associé

Le financement en compte courant d'associé est un mode de financement (et de renforcement) des fonds propres auquel une entreprise recourt lorsqu'elle entend éviter l'utilisation d'une source de financement externe (généralement plus onéreuse). Le compte courant d'associé correspond à « *une créance de l'associé ou du dirigeant de la société, remboursable et rémunérée* »¹¹. Ainsi, il s'agit d'une avance, inscrite au passif du bilan de la société, qui peut être constituée soit par des montants dus par la société, soit par des dépôts volontaires.

A noter que le compte courant d'associé est porteur d'intérêt légaux, déductibles fiscalement dans la limite fixée par l'administration fiscale, dont le taux de référence est « *égal à la moyenne annuelle des taux effectifs moyens pratiqués par les établissements de crédit pour des prêts à taux variable aux entreprises d'une durée initiale supérieure à deux ans* »¹² (cf. annexe 1).

¹¹ Définition donnée par l'Agence Pour la Création d'Entreprises (APCE)

¹² 3° du 1 de l'article 39 du code général des impôts

Toutefois, dans le cadre d'un montage financier, l'organisme financier qui concourt à une opération exige généralement que les comptes courants d'associés soient bloqués, à tout le moins pendant la durée de l'opération, afin d'être véritablement comptabilisés en (quasi) fonds propres. En sus, il est en mesure d'exiger la cession d'antériorité de créances qui a pour effet de réduire le rang de priorité des associés par rapport à l'organisme financier.

A l'inverse de la participation en titres (actions ou parts sociales), le dispositif du compte courant d'associé permet de rémunérer les associés même en l'absence de résultat à distribuer. Dans le cadre d'un financement participatif, cette faculté constitue une sécurité pour les investisseurs, d'autant que le prêt ainsi contracté s'avère moins onéreux pour le promoteur. Ainsi, chacun y trouve un intérêt certain.

Ce dispositif est plébiscité notamment par les plateformes Anaxago et Immocratie, qui concilient un financement en capital avec un financement en compte courant d'associé.

En résumé, tout opérateur sollicitant des fonds auprès desdites plateformes aura le choix entre deux catégories de financement : un emprunt obligataire et un apport en capital. L'un comme l'autre présente des avantages et des inconvénients en termes de contreparties financières et juridiques. Il devra nécessairement arbitrer le modèle de financement selon ses exigences et ses possibilités. Ainsi, le montage obligataire est sensiblement moins onéreux et ne le contraint pas à céder une partie de sa marge, mais il comporte un taux fixe à rembourser à une date donnée, et ce, quelle que soit le degré de réussite de l'opération (même si la marge est nulle). En revanche, la prise de participation induit une cession de la marge en cas d'opération bénéficiaire mais ne comporte pas de garantie de rémunération pour l'investisseur.

2.2.4. Benchmark des rémunérations offertes par les plateformes

En France, les principales plateformes de financement d'opérations immobilières, en termes de levées de fonds et d'expérience, sont Anaxago, Wiseed et Lymo, et ce, même si de nouveaux acteurs émergent (Immocratie, Buideeg). De manière générale, l'investissement intervient soit à travers un emprunt obligataire, soit à

travers une souscription d'actions. Le rendement escompté oscille entre 6% par an, dans le cadre d'un montage obligataire (c'est-à-dire la valeur du coupon) et 15% (sur la période donnée), dans le cadre d'un montage en participation au capital. Comme dans tout investissement ces rémunérations résultent du risque inhérent à l'investissement et de l'effet de levier. En l'occurrence, le montage obligataire présente davantage de garanties pour l'investisseur, d'où une rémunération moindre. A ces standards, des ajustements à la hausse ou à la baisse peuvent intervenir en fonction de l'avancée de la commercialisation du projet proposé. Nous analyserons ci-après les modèles des trois principales plateformes (montage, rendement et rémunération).

Anaxago :

La plateforme privilégie un financement via une holding prenant des parts dans une SCCV et/ou lui consentant un prêt en compte courant d'associés. En raison du montage prôné (investissement en titres), elle propose un objectif de rentabilité et non un retour sur investissement fixe comme les montages obligataires. A titre d'exemple, l'objectif de rentabilité affiché pour l'opération de logements sociaux, sise Agde (34), vendue en bloc à un bailleur social, étudiée ci-après (cf. page 39) était de 10% net de frais sur 12 à 18 mois. Les frais correspondent à la rémunération de la plateforme, au début et à la fin de l'opération. Ainsi, la plateforme perçoit une commission sur le montant des fonds collectés, auprès des investisseurs (1 à 2%) et des opérateurs (5%), dès lors que le financement du projet est bouclé. Enfin, au-delà d'un certain rendement (8, 10 voire 12% selon les projets), elle prélève une part de la plus-value éventuellement réalisée.

Wiseed :

La plateforme privilégie un montage via une émission obligataire sur une holding détenant tout ou partie des parts d'une SCCV ou via une émission obligataire pour une SAS. Elle offre un retour sur investissement moyen de 8 à 12% sur une échéance de 12 à 24 mois. A la différence d'Anaxago, elle ne se rémunère qu'auprès du promoteur à raison d'une commission sur le montant des fonds propres apportés (8 à 9%) dès le début du programme.

Lymo :

Elle privilégie un financement via une émission obligataire pour une SAS. Elle offre un rendement moyen de 10%, d'ores et déjà honoré à deux reprises d'après son fondateur. Elle a la particularité de ne proposer que des projet qu'elle maîtrise et ne perçoit aucune commission (ni frais de gestion) ; ne se rémunérant que sur la plus-value réalisée.

En conséquence, outre les aspects économiques, l'analyse des rémunérations des plateformes met en exergue un enjeu éthique dans le développement du financement participatif de l'immobilier et les relations entre les parties. Et pour cause, la majorité des plateformes se rémunère en tout ou partie par l'opérateur et, de surcroît, dès la levée effective des fonds. Cela maintient un doute quant à l'indépendance de ces dernières vis-à-vis des promoteurs. Un sentiment de défiance qui pourrait rapidement devenir problématique à la moindre défaillance d'un projet.

3. Les motivations des parties prenantes au crowdfunding

Dans le cadre du financement participatif, un promoteur immobilier et un investisseur ont des motivations sensiblement différentes. Pour autant, ils partagent un intérêt commun : la réussite de l'opération. Il convient de revenir en détail sur les motivations que poursuivent chacune des parties, et qui contribuent à édifier le succès du modèle.

3.1. Côté promoteur

Les promoteurs immobiliers ont principalement recours au financement participatif en vue d'obtenir les fonds propres dont ils ont besoin pour boucler le financement d'une opération et/ou assurer le financement de leur croissance. A ce propos, Christophe Capelli, Président Directeur Général du groupe Capelli, explique qu'un promoteur « *court toujours après le foncier et les fonds propres* » et que ces métiers « *sont trop dépendants des banques* »¹³. En ce sens, le financement participatif constitue une aubaine pour la profession, d'autant que les établissements bancaires sont

¹³ *Crowdfunding : faut-il investir dans l'immobilier participatif ?*, Jean-Louis Dell'Oro, Challenges, le 24 octobre 2014

désormais moins enclins qu'auparavant à financer ces opérations. En conséquence, de plus en plus d'opérateurs sont confrontés aux exigences de ces établissements et se replient sur cette alternative. L'un d'entre eux, la société Uniti Habitat, dont l'une des opérations est analysée ci-après, a eu recours à ce mode de financement alternatif pour la cinquième fois consécutive (via Anaxago). Son Président, Hervé Givaudan, privilégie le financement participatif pour financer la croissance de la société en dégagant une trésorerie suffisante pour développer plusieurs projets dans un laps de temps.

Ainsi, lorsqu'ils ont recours au financement participatif, ces opérateurs poursuivent trois objectifs.

Premièrement, la crise financière de 2008 a eu pour conséquence (partielle) de renforcer les règles prudentielles à l'égard des établissements bancaires. Matérialisé par la réglementation Bâle III, ce renforcement a contraint les banques à réétudier leur stratégie en termes de financement aux particuliers et aux entreprises. Désormais, les promoteurs immobiliers sont dans l'obligation de justifier de fonds propres à hauteur d'au moins 20% à 30% (contre 10 à 15% auparavant), ce qui complique le développement de projets. En ce sens, le financement participatif leur permet de renforcer leurs fonds propres afin d'obtenir plus rapidement un crédit bancaire et/ou de mobiliser moins de fonds propres personnels en vue de développer d'autres opérations en parallèle. Dans cette optique, il met en place une stratégie de rotation des fonds dans le fonctionnement de son activité. En ce sens, cela s'assimile peu ou prou à un besoin en fonds de roulement (BFR).

Deuxièmement, ils recherchent à réduire leur exposition au risque en limitant leurs fonds propres (personnels) et en diversifiant leurs investissements à travers le développement de plusieurs projets. D'autant que les rythmes de vente se sont sensiblement allongés depuis quelques années, immobilisant ainsi plus longtemps les fonds propres investis.

Troisièmement, ils recherchent à améliorer leur return on equity (ROE) par l'effet de levier. En effet, le financement participatif permet aux opérateurs de libérer des fonds propres dans chaque opération, ce qui favorise le développement de nouveaux projets avec ces derniers.

A ces objectifs, il convient d'ajouter que les fonds ainsi collectés constituent une source de financement plus souple et moins contraignante que ceux de l'offre bancaire classique, dont ils peuvent venir en complément. Et pour cause, à la différence des organismes bancaires, les opérateurs n'encourent aucun risque d'immixtion de la part des investisseurs dans le montage de l'opération. Pour rappel, ils n'ont pas vocation à remplacer les crédits bancaires mais à les alléger, et ce, même s'ils peuvent substituer les établissements bancaires dans le cadre de petites opérations grâce au mécanisme de la VEFA. Aussi, ils peuvent intervenir pour alléger les fonds propres personnels des opérateurs afin que ces derniers puissent libérer de la trésorerie pour développer d'autres projets.

Enfin, le financement participatif et la communication qui entoure chacun des projets sélectionnés par une plateforme offre une visibilité plus importante et un meilleur accès au marché aux promoteurs immobiliers régionaux. D'autant qu'ils peuvent ainsi se constituer une communauté d'investisseurs.

3.2. Côté investisseur

Dans un mode de financement alternatif tourné vers les investisseurs, ces derniers constituent la plaque tournante du dispositif. Leur contribution, durable et croissante, est essentielle à l'essor du modèle. Pour les séduire, les plateformes de financement participatif disposent de deux arguments : le concept en lui-même et le rendement.

Principal argument véhiculé par lesdites plateformes, le rendement escompté séduit fortement des investisseurs en quête de placements alternatifs. Et pour cause, les particuliers ont pris une certaine distance à l'égard des placements traditionnels. Ainsi, une fracture s'est créée entre la finance de marché et l'économie réelle, la bourse étant de moins en moins lisible et accessible par les particuliers. De ce fait, ces derniers s'estiment lésés par le paroxysme de sa technicité et les événements post-2008. De la même manière, le Livret A ne fait plus l'unanimité au sein des particuliers depuis que son taux a été ramené à 0,75%, ce qui constitue un rendement quasiment nul. Pour autant, il convient de rester sur ses gardes à l'égard de ces rendements car la maxime financière est bien connue, « il n'y a pas de rendement sans risque ». D'ailleurs, Souleymane Galadima, directeur associé de Wiseed, souligne que « *10% de rendement par an exige un certain niveau de*

risque »¹⁴. En effet, si un rendement de 8 à 12% peut légitimement être espéré par l'investisseur, ce dernier peut également risquer de perdre la totalité de sa mise initiale. Et pour cause, comme énoncé précédemment, les coûts de construction provisionnés dans le bilan prévisionnel peuvent être dépassés ou encore l'ensemble des lots commercialisés peut ne pas être vendu en totalité. Or, il convient de rappeler que les investisseurs ne sont payés/remboursés qu'une fois le programme vendu, ce qui a pour effet d'allonger la durée de remboursement et de détériorer le TRI de leur investissement.

Par ailleurs, le rendement attendu par ces investissements ne constitue pas l'unique motivation des investisseurs. En effet, comme l'explique Emmanuel Da Costa, Président de la plateforme Hexagone, « *les épargnants sont certes séduits par les rémunérations attractives proposées, mais aussi par leur implication dans un enjeu économique et sociétal de premier plan : la construction de logements* »¹⁵. Ainsi, au-delà des perspectives de gains – importantes par rapport à d'autres placements plus traditionnels – les investisseurs apprécient le fait d'être associés ou co-promoteurs d'un projet, qui remplit de surcroît une fonction économique et sociétale.

D'autant que si cet investissement n'en demeure pas moins risqué, il offre une certaine assurance aux épargnants pour plusieurs raisons. Premièrement, les épargnants français ont développé une véritable attache viscérale à la pierre, et ce, dès l'époque du préfet Haussmann. En ce sens, ce placement les rassure puisque la construction de logements est une activité à caractère ancien et son sous-jacent un actif fongible, tangible et pérenne. Comme l'indique très justement le Président d'Anaxago, Joachim Dupont, « *le risque de perte en capital total est de toute façon plus faible dans l'immobilier que pour d'autres projets* ». Et pour cause, les principales plateformes réduisent le risque inhérent aux opérations en exigeant des projets bénéficiant d'un permis de construire définitif, c'est-à-dire purgé de tout recours, d'une commercialisation au minimum de 30 à 50% et d'une couverture du risque technique et financier à travers une garantie financière d'achèvement. D'autant qu'il convient de garder à l'esprit qu'en matière d'investissement, il est

¹⁴ *Crowdfunding : faut-il investir dans l'immobilier participatif ?*, Jean-Louis Dell'Oro, Challenges, le 24 octobre 2014

¹⁵ *Le crowdfunding s'étend à l'acte de bâtir*, Dominique de Noronha, Investissement Conseils, le 15 juin 2015

primordial de comprendre l'activité et le sous-jacent du produit sélectionné. Par extrapolation, le financement participatif immobilier est un placement « anti-bourse ». Deuxièmement, les fonds affectés à cet investissement sont immobilisés pour une période déterminée en amont (12 à 36 mois selon l'état d'avancement de la commercialisation) qui, bien qu'il puisse y avoir des retards liés aux différents aléas, ne saurait excéder 48 mois. Ainsi, toute chose étant égale par ailleurs, le paramètre temporel semble mieux maîtrisé que dans un placement en bourse. Enfin, il semble que les épargnants soient séduits par l'esprit de communauté qui règne dans la sphère du financement participatif. Chaque projet étant le fruit d'une collecte réunissant un nombre restreint d'investisseurs.

En conséquence, le financement d'opérations immobilières constitue un segment très intéressant pour des investisseurs en quête de diversification et/ou de rendement plus ou moins maîtrisé. En effet, celles-ci sont relativement sécurisées (selon le degré d'avancement du projet) d'autant que l'investissement est à court terme. En revanche, il est nécessaire de veiller à l'avancement effectif du chantier et à l'engagement financier du promoteur dans le projet.

3.3. Les limites du modèle

Il ne fait aucun doute, le financement participatif a révolutionné l'environnement financier, y compris en matière de montage d'opérations immobilières. Pour autant, il ne constitue pas une « solution miracle » au financement de projet, et ce, malgré l'engouement extraordinaire dont il fait l'objet. Aujourd'hui, il bénéficie de l'état de grâce accordé à l'ensemble des activités liées à l'économie collaborative. Qu'en sera-t-il demain ?

Le concept étant encore très récent, il existe très peu de retours d'expérience à ce jour. Seuls quelques plateformes peuvent se targuer d'avoir déjà remboursé des investisseurs. C'est notamment le cas de la plateforme Lymo, dont le directeur général, Jean-Baptiste Vayleux, me confiait au détour d'un entretien : « *nous avons déjà remboursé trois emprunts obligataires dont les durées étaient comprises entre douze et dix-huit mois et, dans les trois cas, nous avons servi une rémunération de 10%* ».

Aujourd'hui, au regard du nombre croissant de plateformes, il n'est pas possible de déterminer si toutes les propositions d'investissement serviront le rendement promis. D'autant que certaines d'entre elles ne procurent pas l'ensemble des garanties légales ou juridiques aux épargnants. *« Nous avons constaté l'essor d'investissements aux rendements flatteurs, réalisés au travers de structures telles que des sociétés en nom collectif (SNC), des sociétés civiles ou des sociétés en participation (SEP). Or, dans le cadre de ces structures, les investisseurs sont responsables des dettes de la société sur leur patrimoine personnel, au-delà même des sommes investies »*¹⁶ déplore Nathalie Lemaire, directrice des relations avec les épargnants à l'AMF. Ce constat fait apparaître plusieurs interrogations. D'une part, en raison de l'engouement croissant des particuliers et des professionnels pour ce support d'investissement. Car, si un cadre réglementaire sur-mesure remettant en cause le monopole bancaire a été établi, il convient de s'interroger sur les conséquences d'une défaillance de la plateforme ou du promoteur à l'origine du projet. En effet, si toutes les mesures de précaution sont prises afin de sensibiliser les investisseurs aux risques encourus, il ne pèse sur ces plateformes qu'une obligation de moyen qui devrait difficilement suffire à empêcher certains abus dans la sélection des dossiers. D'autre part, la question de l'éthique dans les affaires apparaît vis-à-vis des rémunérations perçues par les plateformes. En effet, le business modèle de la majorité des acteurs de la finance participative repose sur une rémunération de part et d'autre, ce qui pose une problématique d'indépendance dans le choix des opérations soumises au public. D'autant que les projets soumis à la communauté d'investisseurs sont de petite ou moyenne taille, ce qui signifie que la plateforme doit en présenter suffisamment pour se rémunérer sur le volume. Ainsi, dans la perspective d'une croissance pérenne, ces plateformes devront soit réduire les rendements proposés, soit accroître le nombre de projets...

Enfin, si le financement participatif n'a pas vocation à substituer les organismes bancaires, il n'en demeure pas moins que certaines opérations sont susceptibles d'être financées sans y recourir (grâce au mécanisme de la VEFA). Dès lors, ces organismes n'interviennent qu'en qualité de garant de l'achèvement de la construction à l'égard des futurs acquéreurs de l'ouvrage, à travers la garantie financière d'achèvement qu'ils délivrent, et n'ont plus autant la possibilité d'intervenir

¹⁶ La finance participative investit l'immobilier, Le Figaro, 26 mai 2015

dans le montage de l'opération. En conséquence, vont-ils continuer à délivrer une garantie extrinsèque de la même manière qu'aujourd'hui ? Car n'étant plus partie prenante à la structuration financière du projet, ils pourraient volontiers réévaluer leur exposition au risque...

4. Exemple d'un financement de projet

De manière générale, chacun des projets proposés par les plateformes de financement participatif comporte la mention du montant total du besoin en financement, la date butoir de la collecte ainsi qu'un ensemble d'informations relatives au programme immobilier projeté (étude de sol, permis de construire, commercialisation et garanties) et à l'opérateur (track records et best practices).

Dans le cadre de ce mémoire de fin d'études, j'ai souhaité analyser une opération de construction de 31 logements à Agde (34), proposée par la plateforme Anaxago depuis le 17 juin 2015 et ayant d'ores et déjà rassemblé l'ensemble des capitaux nécessaires à sa réalisation (voir ci-après). La nature de ce financement résulte d'un besoin en trésorerie du maître d'ouvrage pour assurer sa croissance, lui qui a déjà procédé à cinq levées de fonds sur ce modèle.

Développée par la société de promotion immobilière UNITI HABITAT, spécialisée dans la construction de logements sociaux, la « Résidence Coquelicot » est composée de 31 logements sociaux. Située au 4 rue Pierre de Lattes à Agde (34), l'opération s'inscrit dans le projet d'aménagement des Grands Cayrets (44 hectares) qui vise à urbaniser la périphérie Sud de la commune. La livraison est prévue pour le mois de mai 2017 (soit un remboursement prévisionnel en juin 2017).

Perspective de l'opération :



Source : Anaxago

Par ailleurs, cette opération présente un double intérêt :

- il s'agit de la cinquième opération de financement de cette jeune société, créée en 2012, qui privilégie ainsi ce mode de financement alternatif pour financer sa croissance ;
- ledit programme est exclusivement composé de logements sociaux et est déjà vendu en bloc auprès du bailleur social de Sète (OPTH), ce qui tend à réduire le risque à l'égard des investisseurs.

Pour cette opération, l'opérateur a sollicité les investisseurs afin de collecter un montant maximum de 500.000 euros, dans le but de renforcer les fonds propres de la société et assurer le portage du foncier. En l'espace de 2 mois, il a levé 367.500 euros auprès de 82 internautes, séduits par le taux de rentabilité de 8% promis sur une période de 24 mois. Cette collecte s'est opérée à travers une SAS à capital variable, dénommée « Objectif Construction 20 », dont l'unique objet résulte dans la prise de participation dans la « SCCV Coquelicot » (spécialement créée pour l'opération).

Bilan prévisionnel simplifié :

Bilan simplifié de l'opération "Résidence Coquelicot"			
Chiffre d'affaires		3 180 000 €	-
Total des charges		2 694 769 €	-
<i>dont</i>	<i>Etudes technique.</i>	175 109 €	-
	<i>Achat du foncier</i>	575 050 €	-
	<i>VRD</i>	100 000 €	-
	<i>Construction</i>	1 717 000 €	-
	<i>Divers</i>	127 610 €	-
Marge		485 231 €	15,26%

A la vue dudit bilan promoteur, nous constatons que le montant levé va permettre à l'opérateur de financer les deux tiers du prix d'acquisition du foncier afin de libérer ses fonds propres pour le développement d'autres opérations. Vis-à-vis de l'organisme financier concourant au montage de l'opération, les fonds collectés via Anaxago s'analysent comme des quasi fonds propres. L'opération de financement étant matérialisée par une prise de participation au capital de la SCCV, le bilan promoteur n'est pas impacté par ce financement voire s'améliore (réduction des frais financiers liés au concours bancaire). En revanche, la marge réalisée sera partagée entre l'opérateur et les investisseurs.

Conclusion

Face à la réticence des établissements bancaires et à l'allongement des rythmes de commercialisation, le financement participatif constitue une excellente alternative au financement de projets. Car si un manque de logements est régulièrement constaté par les pouvoirs publics, ce ne sont pas les (petits) projets qui manquent. Néanmoins, les opérateurs locaux ou régionaux, à l'initiative de ces projets, parviennent difficilement à obtenir le financement nécessaire au lancement de l'opération. Cette difficulté tend à obérer ou freiner le développement de nouvelles opérations de logements. Ainsi, les plateformes de financement participatif parviennent à fédérer des communautés d'investisseurs afin de soutenir financièrement des projets rigoureusement sélectionnés en amont.

Pour les opérateurs qui sollicitent ces plateformes, le plus souvent des promoteurs immobiliers d'ampleur locale ou régionale, l'intérêt est d'accéder aisément à une source de financement alternative qui leur permet de réduire ou compléter leurs fonds propres. Ainsi, ils sont moins dépendants des organismes bancaires que ce soit pour la recherche du financement ou pendant le montage de l'opération. En effet, ces derniers ont une propension à s'immiscer dans les projets afin de s'assurer d'une prise de risque a minima. Aussi, ils peuvent libérer des fonds propres pour développer d'autres opérations en parallèle et procéder ainsi à une diversification des investissements réalisés. En ce sens, bien que ce mode de financement soit plus onéreux que le crédit bancaire traditionnel, il permet d'accroître le phénomène d'effet de levier dès lors que le promoteur utilise ces fonds en trésorerie pour financer plusieurs opérations. Selon le modèle appliqué (obligataire ou equity), les contreparties financières et juridiques ne sont pas identiques et les opérateurs doivent arbitrer à raison de leur stratégie interne.

Jusqu'à présent, le secteur immobilier n'était pas concerné par la nouvelle économie (liée à internet) dont l'émergence révolutionne quotidiennement l'ensemble des activités. Il faut dire qu'il est difficile de révolutionner les métiers de la construction et leur sous-jacent. Pour autant, le financement participatif ouvre la voie à une modification des procédés. Et pour cause, lesdites plateformes devraient rapidement modifier le paysage financier des opérations immobilières. *« Nous souhaitons en effet accélérer le développement de l'immobilier de Wised. Il n'est pas exclu qu'à*

terme, cela ne représente plus une division mais une société à part entière. Pourquoi pas remplacer les banques sur les prêts. Par exemple, avec une opération à 20% equity, et 80% de dettes avec des taux moins importants » déclare Souleymane Galadima, Président de Wiseed. Il ajoute que *« nous projetons que l'immobilier, qui a représenté 20% de notre activité en 2014, va continuer à se développer rapidement et représenter 40% en 2015, voire même 50% »*.

En conclusion, les perspectives du financement participatif s'annoncent d'autant plus radieuses qu'il a été conforté par un cadre réglementaire favorable. D'ailleurs, à l'instar du marché américain, le modèle devrait poursuivre son développement durant quelques années encore avant d'être confronté à de nouveaux défis de taille. Et pour cause, les retours d'expérience devraient rapidement se multiplier avec l'appréhension et la gestion de l'impact des éventuels premiers échecs. Aussi, le secteur ne devrait pas pouvoir absorber l'ensemble des créations de plateformes, d'où une probable concentration des acteurs avec la conséquence des dépôts de bilan. Enfin, le financement participatif devra nécessairement rechercher un relai de croissance sur ses activités immobilières d'autant que les organismes bancaires devraient riposter avec une nouvelle offre.

Synthèse

Née aux Etats-Unis, la pratique du financement participatif consiste à faire financer des projets culturels ou entrepreneuriaux par une communauté d'internautes, et ce, pour pallier à la défaillance des organismes bancaires en la matière. En effet, pour faire suite à la crise économique et financière qui a éclaté à partir de 2008, les instances suprêmes de la sphère financière ont adopté des réglementations strictes afin de les contraindre à renforcer leur solidité financière. C'est dans ce contexte que sont entrées en vigueur les dispositions de Bâle III. Néanmoins, il serait réducteur de ne corréler le développement du crowdfunding qu'à la seule crise financière. Et pour cause, ce concept s'inscrit dans le développement de la nouvelle économie, c'est-à-dire les activités liées à internet, et de l'économie du partage. Dès 2007, il a émergé en France par la création de MyMajorCompany, dont l'objet résultait dans le financement d'artistes via les dons (avec contreparties) des internautes. Depuis, l'activité n'a eu de cesse de se développer, et les montants des levées de fonds ainsi que le nombre de plateformes ont littéralement explosé. En 2014, les pouvoirs publics recensaient plus d'une centaine de plateformes tandis que le montant total des fonds levés s'élevait à 152 millions d'euros (soit une progression de 1280% par rapport à 2011), répartis entre les prêts (88,40 M€), les dons (38,20 M€) et les investissements en capital (25,40 M€). Forts de ces résultats, les acteurs et les associations professionnelles ont effectué un lobbying intense auprès de l'administration afin 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 en date du 16 septembre 2014, qui édictent des règles spécifiques en fonction de l'activité des plateformes ainsi qu'un plafond de financement par projet de l'ordre d'un million d'euro. Ces textes devraient permettre de structurer le développement soutenu de l'activité, d'autant que ces plateformes renouvèlent sans cesse leur offre de financement/investissement en s'ouvrant à d'autres secteurs d'activité. Dernièrement, elles se sont très fortement développées en matière de financement d'opérations immobilières (promotion immobilière et investissement immobilier). Profitant de la léthargie des organismes financiers en matière de financement d'opérations immobilières, et ce, en dépit d'un manque récurrent de logements, elles se sont constituées en véritable alternative pour les opérateurs immobiliers (promoteurs immobiliers, aménageurs et marchands de biens). D'autant que le sous-

jaçant bénéficie de l'appétence traditionnelle des épargnants français, jugé plus sécurisant que la bourse en raison de son caractère tangible, fongible et pérenne. Et ce ne sont pas les projets qui manquent à l'appel. Aujourd'hui, un opérateur de faible envergure éprouve de grandes difficultés à boucler le financement d'une opération et/ou à accroître son activité en raison de la « rareté » des fonds propres. Et pour cause, le montage financier traditionnel d'une opération de promotion immobilière nécessite de disposer de 20% minimum de fonds propres et de recourir à hauteur de 40% à un crédit promoteur, et ce, sous réserve d'obtenir une pré-commercialisation d'au moins 40% du programme envisagé. D'autant que les organismes financiers sont de plus en plus exigeants en termes de fonds propres et que les rythmes de vente s'allongent. Dans ce contexte, le financement participatif permet aux promoteurs immobiliers de renforcer leurs fonds propres vis-à-vis des organismes financiers et/ou de libérer des fonds propres pour développer d'autres projets. Dans cette perspective, les plateformes de crowdfunding ont développé une offre de financement souple et variée. Ainsi, les opérateurs ont la possibilité d'arbitrer entre un financement par émission obligataire et un financement par prise de participation. Le montage obligataire peut s'effectuer 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. Le caractère de ce financement étant plus sécurisé pour l'investisseur, il fait l'objet d'une rémunération fixe déterminée en amont aux alentours de 6 à 8% (auxquels sont susceptibles de s'ajouter des frais de gestion) sur 24 à 36 mois. Le montage par prise de participation s'effectue par l'intermédiaire d'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. Aucune rémunération fixe n'est déterminée en amont, l'investisseur se rémunérant sur la marge réalisée. Néanmoins, elle atteint en moyenne 12% si la marge prévisionnelle est réalisée. Bien qu'elles soient plus onéreuses qu'un crédit promoteur classique, ces alternatives permettent à l'opérateur de libérer de la trésorerie rapidement (environ un mois) et sans risque d'immixtion dans le projet à la différence d'un organisme financier ou d'un tour de table. D'autant qu'en profitant de l'effet de levier lié à la possibilité de multiplier les opérations, ce coût est finalement absorbé par l'opérateur. En conséquence, ce mode de financement alternatif prend tout son sens dans l'univers de la promotion immobilière en permettant à des

structures locales ou régionales de développer des programmes immobiliers en ayant un accès aisé à des liquidités. Pour autant, il existe encore quelques zones d'ombre autour des perspectives de l'activité. Il conviendra d'être attentif aux retours d'expérience et à la prochaine étape du développement de l'activité, surtout si celles-ci entendent substituer totalement les organismes financiers.

Le « crowdfunding » à l'assaut de la promotion immobilière !

Annexes

Annexe 1 : Les taux applicables aux comptes courants d'associés

Le tableau ci-dessous donne les taux correspondants pour la période courant du 1^{er} juillet 2014 au 30 juin 2015 :

Période	Taux effectif moyen pratiqué par les établissements de crédit pour les prêts à taux variable aux entreprises	
	d'une durée initiale supérieure à deux ans	
3 ^{ème} trimestre 2014	2,79 %	
4 ^{ème} trimestre 2014	2,51 %	
1 ^{er} trimestre 2015	2,26 %	
2 ^{ème} trimestre 2015	2,11%	

Le tableau ci-dessous indique, par lecture directe, les taux de référence que pourront utiliser les entreprises pour le plafonnement de la déductibilité des intérêts versés au cours d'exercices de douze mois clos du 30 juin 2015 au 29 septembre 2015 inclusivement.

Exercice de douze mois clos	Taux de référence
entre le 30 juin 2015 et le 30 juillet 2015	2,42 %
entre le 31 juillet 2015 et le 30 août 2015	2,36 %
entre le 31 août 2015 et le 29 septembre 2015	2,30 %

Annexe 2 : Dossier de demande de financement (Anaxago)



Le promoteur



INTERLOCUTEUR

Nom et prénom de l'interlocuteur pour le projet :

Email :

Téléphone fixe :

Téléphone portable :



MAITRE D'OUVRAGE D

Nom de la société de promotion :

Statut de la société de promotion :

Adresse du siège social :

Capital social :

Dettes :

Dont dettes financières :

Gérant :

Numéro SIRET :

Enregistrée au RCS de :

Sous le numéro :

Niveau de trésorerie à date :

Nom des associés	Pourcentage détenu
	%
	%
	%
	%

Répartition du capital

Texte de présentation du promoteur (date de création, nombre de logements construits, philosophie, perspective/stratégie de développement) :



L'EQUIPE

Présentation de l'équipe (Nom & Prénom, Rôle, Expérience, Lien LinkedIn/Viadeo) :



HISTORIQUE DE PROMOTION

Nom du programme	Nombre de lots	Ville et département	Date de livraison réelle/prévisionnelle	Marge réelle/prévisionnelle (indiquer l'écart)	Coût de construction HT/m ²
------------------	----------------	----------------------	---	--	--

--	--	--	--	--	--

Trois dernières opérations livrées

Nom du programme	Nombre de lots	Ville et département	Avancement	Date de livraison prévisionnelle	Coût de construction HT/m ²
------------------	----------------	----------------------	------------	----------------------------------	--

--	--	--	--	--	--

Trois opérations en cours

La société a-t-elle fait l'objet d'une procédure collective cette année ou les années précédentes ? Non

Si oui, merci de préciser la situation actuelle de la société :

La société dispose d'un niveau de trésorerie lui permettant de faire face à mois de dépenses.

Pourquoi avoir recours à des fonds propres complémentaires dans le cadre du financement de vos opérations de promotion ?



Le projet

PROGRAMME IMMOBILIER ET LA SOCIÉTÉ DE CONSTRUCTION

Résumé du programme immobilier : exemple => Construction de 18 logements sur la commune de Bordeaux commercialisés à 100 % en bloc auprès d'un bailleur social.

Nom du programme :

Type de programme : Résidence

Destination (cible pour la vente des lots) : Principale

Commune et adresse du programme :

Nombre de lots :

R+ :

R- :

Coût de construction HT / m² :

Typologie	Quantité	Vendus	Surface totale
T1			
T2			
T3			
T4			
Total			
Parkings extérieurs			
Parkings sous-sol			
Garage sous-sol			

Objectifs environnementaux du programme et normes (RT 2012 / 2020 / BBC) :

Points forts du programme et de son emplacement :

Points faibles du programme et de son emplacement :

Mot du promoteur sur le programme à destination des investisseurs :

COMMERCIALISATION D

Prix de vente moyen HT / m² :

Chiffre d'affaires des lots vendus :

Soit % du chiffre d'affaires total du programme (€)

Notaire de l'opération :

Mode de commercialisation :

Contact de la personne en charge de la commercialisation :

Y a-t-il des conditions suspensives sur les lots vendus : Oui

Si oui, ces conditions suspensives sont-elles levées :

Quand le seront-elles :

Quelles sont les pénalités de retard en cas de retard à la livraison du chantier :



FONCIER D

Références cadastrales du foncier :

Surface totale :

Surface maximale de construction autorisée sur le terrain :

Voie de desserte du terrain :

Nature du terrain :

Titre de propriété du terrain détenu par :

Prix de vente du terrain :

Etat hypothécaire :

Etude de sol réalisée le :

Par :

Remarques particulières de l'étude de sol (points de vigilance ou autre) :



PERMIS DE CONSTRUIRE D

Permis de construire N° :

Déposé le :

Obtenu le :

Modifié le :

Par :

Recours :

Attestation de non recours en date du :

Un permis modificatif a-t-il été déposé : Oui

Si oui, quel est le statut du nouveau permis :



ARCHITECTE

Architecte :

Société de l'architecte :



SOCIETE DE CONSTRUCTION (SCCV) D

Société de construction :

Statut :

Siège social :

Capital social :

Gérant :

Numéro de SIRET :

Date de clôture des comptes :

Y a-t-il un commissaire aux comptes dans la SCCV : Oui

Si oui, interlocuteur(s) et coordonnée(s) :

Situation financière à date

Trésorerie :

Dette financière :

Fonds propres :

Dettes fournisseurs :

MAITRE D'OEUVRE

Maîtrise d'œuvre : Entreprise générale

Société de MOE:

Coordonnées de(s) la société(s) MOE :

ETUDE DE MARCHÉ

Population de la commune :

Population du bassin dans lequel est situé le projet :

Principaux vecteurs de dynamisme économique de la région :

Nature des besoins en logements du secteur :

Prix de vente par m² sur le marché du neuf dans le secteur fourchette basse et fourchette basse (indiquer les sources) :

Prix de vente par m² sur le marché de l'ancien dans le secteur fourchette basse et fourchette basse (indiquer les sources) :

Offres concurrentes de programmes neuf dans le secteur (courte description du programme – du constructeur et de prix au m² pratiqués – nombres de lots vendus – démarrage des travaux) :

Préciser les moyens de transport et distance du terrain :

Centres d'intérêts proches :

PLANNING

	Date
Obtention du permis de construire	
Permis de construire purgé de tout recours	
Acquisition foncière	
Lancement commercial	
Ouverture de chantier	
Préparation et VRD	
Fondations	
Gros œuvre	
Hors d'eau	
Hors d'air	
Livraison	

Planning prévisionnel

A ce jour, le chantier respecte-t-il le planning : Oui

Si Non, quel est le motif du retard :

BILAN DE PROMOTION

Chiffre d'affaires total (en Euros)
Total des charges (en Euros)
<i>Dont Etudes techniques (en Euros)</i>
<i>Dont Achat du foncier (en Euros)</i>
<i>Dont Vairies et réseaux divers (en Euros)</i>
<i>Dont Construction (en Euros)</i>
<i>Dont Autres frais (en Euros)</i>
Marge (en Euros)
Marge (% CA)

Bilan de promotion simplifié

ASSURANCES (TRC & DO)

Organisme qui délivre la TRC :
Etat : En cours
Interlocuteur et coordonnées :

Organisme qui délivre la DO :
Etat : En cours
Interlocuteur et coordonnées :

Le besoin de financement



LA LEVEE DE FONDS

Montant recherché :
Montant minimum accepté :
Echéance du besoin de financement :
Utilisation des fonds : Fonds propres
Détails sur l'utilisation des fonds :
Pourquoi faire appel à Anaxago Immobilier :
Comment avez-vous connu Anaxago Immobilier :

FONDS PROPRES

Montant des fonds propres apportés par le promoteur :
Ratio des fonds propres recherchés/fonds propres nécessaires au projet (%) :

CREDIT BANCAIRE D

Crédit bancaire sollicité :
Etat : Non sollicité
Banque :
Interlocuteur et coordonnées :

GARANTIE DE FIN D'ACHEVEMENT (GFA) D

Organisme qui délivre la GFA :
Etat : En cours
Interlocuteur et coordonnées :

SYNTHESE

Montage financier	Ratio	Montants en euros
Fonds propres Promoteur		
Fonds propres Anaxago		
Pré-commercialisation		
Crédit bancaire		
Couverture financière		

Montage financier

Annexe 3 : Evolution des créations de plateformes

Les créations/lancements de plateformes de crowdfunding en France



Source : Journal du Net

Bibliographie

Articles de presse

Le crowdfunding immobilier prend son envol en France, Journal du Net, le 3 novembre 2014

Le cadre légal du crowdequity : la nouvelle donne du financement participatif, Christophe Blondeau et Jérôme Sutour, Option Finance, Mars 2015

Atouts et pièges du crowdfunding immobilier, Marie-Christine Sonkin, Le Monde, le 6 juillet 2015

Crowdfunding : faut-il investir dans l'immobilier participatif ?, Jean-Louis Dell'Oro, Challenges, le 24 octobre 2014

L'éclosion du crowdfunding immobilier, Laurence Boccara, Le Monde, le 28 février 2015

Le crowdfunding investit la pierre, Explorimmoneuf, Avril 2015

Groupe Canberra : un jeune promoteur innovant !, Marie Dealessandri, Entreprendre, le 18 juin 2015

Le crowdfunding s'étend à l'acte de bâtir, Dominique de Noronha, Investissement Conseils, le 15 juin 2015

Pourquoi le crowdfunding immobilier est en plein essor en France, Sandra Roumi, Business Immo, le 18 mai 2015

La finance participative investit l'immobilier, Danièle Guinot, Le Figaro, le 26 mai 2015

Le crowdfunding : nouvel investissement immobilier de court terme, Myriam Simon, Le Revenu, le 29 décembre 2014

Le crowdfunding dans l'immobilier est-il risqué ?, Mathias Thépot, La Tribune, le 11 janvier 2015

Le crowdfunding immobilier : plus de 8% de rendement attendu mais des risques forcément, Nina Le Clerre, L'Express, le 7 novembre 2014

Le crowdfunding s'attaque à la promotion immobilière, ParisTech Review, le 4 mai 2015

Le crowdfunding, derrière une idée géniale, une réalité qui laisse parfois interrogatif..., Guillaume Fonteneau, Le Blog Patrimoine, le 12 juin 2015

Le montant des levées de fonds via le crowdfunding a doublé en 2014, Challenges, le 18 février 2015

La finance participative attire les foules, Frédéric Cazenave, Le Monde, le 18 février 2015

Et Fleur Pellerin décida de tuer le crowdfunding dans l'œuf, Atlantico, le 6 octobre 2013

Fleur Pellerin libère le crowdfunding, Florian Debès, Les Echos, le 14 février 2014

Le crowdfunding : une alternative à la volatilité des marchés financiers pour l'épargnant ?, Caroline Courvoisier, Les Echos, le 3 juillet 2015

Immocratie Immobilier réalise sa première opération, Alexis Mamou, Immoweb, le 25 août 2015

Etudes

Crowdfunding, mode d'emploi, Nicolas Dehorter, Panorama de la Plaine

Comptes courants d'associés, APCE, Février 2015

Le « crowdfunding » à l'assaut de la promotion immobilière !

Guide du financement participatif (crowdfunding) à destination des plates-formes et des porteurs de projet, Autorité de Contrôle Prudentiel/Banque de France, le 14 mai 2013

Le cadre réglementaire du financement participatif, Portail des ministères économiques et financiers

Infopack, Homunity

Ouvrages

Management de l'immobilier, Coordonné par Denis Burckel, Editions Vuibert, 2014

Le promoteur immobilier maître d'ouvrage, Dominique Rey-Grange, 2014

Textes juridiques

Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif

Décret n° 2014-1053 du 16 septembre 2014 relatif au financement participatif

Sites internet

Lymo.fr

Immocratie.fr

Anaxago.fr

Wiseed.fr

Crowdimmo.fr

Homunity.fr

Apce.fr

Lemonde.fr

Lefigaro.fr

Lesechos.fr

Challenges.fr

Leblogpatrimoine.fr

Capital.fr

Interviews

Charles Teytaud, associé chez Homunity, le 23 juillet 2015

Jean-Baptiste Veyleux, Directeur Général chez Lymo, le 24 juillet 2015