
Note de Position : protection des épargnants en *crowdfunding* immobilier

Date : 22 mars 2016

1) Contexte

En France comme à l'étranger, le financement participatif (*crowdfunding*) connaît à l'heure actuelle un succès retentissant. Tout indique que cette tendance sera confirmée dans les années à venir, avec le développement exponentiel des plateformes accessibles sur l'Internet.

Ce succès peut s'analyser à l'aune de la crise financière de 2008 qui a asséché certains circuits traditionnels de financement (notamment bancaires) et suscité une forme de défiance d'investisseurs à l'égard des intermédiaires professionnels, le tout dans un contexte de développement du numérique qui invite à la dématérialisation, y compris dans le domaine financier.

Parallèlement, les pouvoirs publics ont encouragé le développement du *crowdfunding* dans notre pays, notamment en établissant un cadre juridique de cette pratique¹ qui a eu notamment pour objet de créer un label. Les seules plates-formes de financement participatif ayant le statut d'intermédiaire en financement participatif (IFP), de conseiller en investissement participatif (CIP) ou de prestataire de service d'investissement (PSI) sont reconnaissables au logo suivant :



Le secteur immobilier est concerné au premier chef par l'essor du *crowdfunding*, principalement sous la forme d'apports de capitaux de personnes physiques au bénéfice de promoteurs immobiliers qui lancent une opération de construction. Le particulier bénéficie à

¹ ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 et décret d'application n° 2014-1053 du 16 septembre 2014.

terme d'un retour sur investissement sous forme d'une quote-part du gain de l'opération ou d'un remboursement du capital portant intérêts.

Ce type d'opération permet d'assurer la réalisation de certaines opérations immobilières (production d'un immeuble pour quelques millions €) qui connaîtraient à défaut de possibles difficultés de financement. Il comporte toutefois pour l'investisseur un risque économique et financier qu'il convient de mesurer *a priori* afin de mieux l'assumer.

L'ASPIM, association professionnelle des gestionnaires de fonds d'investissement en immobilier (essentiellement les SCPI et les OPCI), bénéficie d'une expérience d'une quarantaine d'années dans le développement de l'investissement dans ce secteur par le biais des fonds régulés, les FIA, sous le contrôle de l'Autorité des marchés financiers (AMF). A ce titre, notre association est particulièrement qualifiée pour rappeler le niveau d'exigence contemporain dans l'encadrement et la protection de l'épargne immobilière des ménages.

A ce titre, l'ASPIM partage les conclusions du rapport d'information parlementaire sur l'investissement productif de long terme récemment publié² suivant lesquelles « *le crowdfunding s'apparente désormais à un nouveau mode d'appel public à l'épargne. Il doit donc bénéficier du même encadrement protecteur à la fois de l'investisseur et du bénéficiaire des fonds souscrits* ». Dans sa 4^{ème} proposition, les auteurs du rapport précité préconisent de « *mieux informer les investisseurs des risques encourus lors des investissements opérés par le biais d'un site de crowdfunding* ».

Dans la lignée de cette recommandation, la présente note propose un comparatif des dispositions juridiques et techniques destinées à assurer la protection des ménages qui font le choix d'un investissement immobilier, par le biais d'un fonds régulé (FIA) d'une part et dans le cas d'une opération en *crowdfunding* d'autre part. Dans ce dernier cas, elle fait apparaître un certain nombre de carences dans l'information et la protection de long terme des épargnants.

2) Comparaison FIA immobilier – *Crowdfunding* immobilier

A titre liminaire, il convient de distinguer deux concepts qui sont regroupés, au sens courant, sous l'expression de « *crowdfunding* ». En effet, au plan juridique, le « financement participatif » ne vise, pour ce qui concerne les investissements dans des titres (par opposition aux prêts), que les opérations proposées par des CIP et PSI dans des actions ou obligations émises par des sociétés commerciales, au sens de l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014.

Il en résulte que les sites Internet proposant des investissements dans des parts de SCI, SNC et SEP ne sont pas des sites de financement participatif au sens juridique. Ils échappent au régime issu de l'ordonnance susvisée. Il s'agit de plateformes sur Internet qui ont fait l'objet d'une mise en garde de l'AMF en raison des risques spécifiques pris par les

² Auteurs : MM. Christophe Caresche, Député de Paris, et Olivier Carré, Député du Loiret, 16 septembre 2015





investisseurs³ et dont la légalité devrait être analysée au regard des interdictions de démarchage et d'offre au public relatives à de tels produits.

Le présent document, dans sa partie consacrée au « *crowdfunding* immobilier », ne vise que le régime réglementé du financement participatif immobilier issu de l'ordonnance précitée.





³ <http://www.amf-france.org/Actualites/Communique-de-presse/AMF/annee-2015.html?docId=workspace://SpacesStore/4836ee46-37de-4a03-88b2-5ab978ff62b3>

Dans ce cadre, le présent document propose une analyse comparative des dispositions juridiques, issues de la loi ou du règlement général de l'AMF, destinées à assurer la démarche de l'investisseur, dans les FIA d'une part et le *crowdfunding* d'autre part.







Afin d'en faciliter la lecture, chaque élément comparatif est accompagné d'un symbole qui expose le niveau respectif de protection des porteurs suivant les deux possibilités de placement.







Symbole	Signification
	<p>Le niveau de protection est analogue pour l'investisseur en FIA et celui en <i>crowdfunding</i>.</p>
	<p>Le niveau de protection est plus élevé au bénéfice de l'investisseur en FIA par rapport à celui en <i>crowdfunding</i>.</p>
	<p>Le niveau de protection est sensiblement plus élevé au bénéfice de l'investisseur en FIA par rapport à celui en <i>crowdfunding</i>.</p>
	<p>Au contraire du FIA, il n'existe pas de disposition protectrice dans le cas du <i>crowdfunding</i>.</p>





1. Dispositif d'encadrement de la commercialisation du véhicule

Thèmes	FIA / CF	FIA immobilier (« FIA »)	Crowdfunding immobilier (« CF »)
Autorisation de commercialisation		Agrément instruit et délivré par l'AMF.	Réalisation d'offre de titres suivant un régime d'exemption à l'offre au public, sans prospectus validé par l'AMF.
		<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 214-24-1 • RGAMF, art. 421-1 à 421-3, 421-13 et 421-13-1. 	<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 411-2
Contrôle des documents commerciaux et promotionnels		Obligation de diffusion d'une « <i>information claire, précise et non trompeuse</i> » exposée dans plus de 30 articles du RGAMF.	Diffusion d'un certain nombre d'informations décrites dans 3 articles du RGAMF.
		<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 533-12 • RGAMF, art. 314-10 à 314-42 	<ul style="list-style-type: none"> • RGAMF, art. 325-35, 325-36 et 325-38
Contrôle des documents réglementaires (rapports annuels, notes d'information, prospectus, ...)		Validation des notes d'information et prospectus par l'AMF et transmission du rapport annuel à l'AMF.	Absence de validation par l'AMF du contenu des documents transmis aux investisseurs (les sites Internet devant cependant diffuser pour chaque projet les informations listées par le RGAMF).
		<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 214-24-19 (transmission à l'AMF des rapports annuels de FIA) • COMOFI, art. L. 214-35 (agrément par l'AMF du prospectus OPCl) • RGAMF, art. 422-192 (visa de l'AMF sur la note d'information de SCPI) 	<ul style="list-style-type: none"> • RGAMF, art. 217-1 • Instruction AMF n°DOC-2014-12, ann. 1
Statut des distributeurs		Exerçant le service d'investissement de conseil en investissement financier (CIF). Contrôle de l'AMF et via des associations professionnelles. Inscription sur le fichier ORIAS.	Exerçant le service d'investissement de conseil en investissement participatif (CIP) habilité à ne commercialiser que des opérations de <i>crowdfunding</i> . Contrôle de l'AMF et via des associations professionnelles. Inscription sur le fichier ORIAS.
		<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 541-1 et s. 	<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 547-1 et s.







2. Dispositif d'encadrement du gestionnaire du véhicule






Thèmes	FIA / CF	FIA immobilier (« FIA »)	Crowdfunding immobilier (« CF »)
REGULATION			
Qualité de AIFM du gestionnaire		Gestion du FIA par une société de gestion de portefeuille (SGP) agréée par l'AMF.	« Animation » du véhicule par le CIP à l'origine de la distribution ou par le porteur de projet-promoteur le cas échéant.
		<ul style="list-style-type: none"> • Pour la SCPI : COMOFI, art. L. 214-98 • Pour l'OPCI : COMOFI, art. L. 214-63 (SPPICAV) et L. 214-73 (FPI) 	∅
Agrément par l'AMF sur la base d'un programme d'activité détaillé		Procédure exposée dans plus de 10 articles du RGAMF.	Absence d'agrément AMF en tant que tel. Contrôle du statut de CIP par des associations représentatives de CIP sur le modèle des CIF.
		<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 532-9 • RGAMF, art. 316-3 à 316-9 et 317-1 à 317-14 	<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 547-1 et s. • RGAMF, art. 325-33
Pouvoirs de contrôle et de sanction de l'AMF		Oui	Oui
		<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 621-9 II. 1° et 621-15 	<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 621-9 II. 10° bis et L. 621-17
DILIGENCES DU GESTIONNAIRE			
Fonds propres		Obligation de fonds propres minimum pour la SGP.	Absence de règles applicables.
		<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 532-9 • RGAMF, art. 317-2 et 317-3 	∅
Dispositif de conformité et de contrôle interne		Mission du RCCI.	Exigence exposée dans une disposition du RGAMF.
		<ul style="list-style-type: none"> • RGAMF, art. 318-4 et s. (principes) et art. 318-49 à 318-57 (modalités d'application) 	<ul style="list-style-type: none"> • RGAMF, art. 318-4
Vérification du niveau de connaissance de certaines		Par examens validés par l'AMF.	Par le relais des associations représentatives en charge de contrôler les CIP, sur le modèle des associations de CIF.

Thèmes	FIA / CF	FIA immobilier (« FIA »)	Crowdfunding immobilier (« CF »)
personnes en charge de la gestion		<ul style="list-style-type: none"> • RGAMF, art. 318-7 	<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 547-1 et s. • RGAMF, art. 325-33, 325-43 et 325-48
Contrôle des conflits d'intérêts		Corpus de règles développé par plusieurs articles du RGAMF et les textes de déontologie professionnelle.	Principe posé dans un seul article du RGAMF.
		<ul style="list-style-type: none"> • RGAMF, art. 318-12 à 318-15 	<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 547-9 • RGAMF, art. 325-42
Règles de bonne conduite		Corpus de règles développé dans plus de 100 articles du RGAMF valant pour toutes les SGP de FIA.	Exposé des principes dans 5 articles du RGAMF.
		<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. 533-11 et s. • RGAMF, art. 314-1 à 314-106 	<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. 547-9 • RGAMF, art. 325-35 à 325-40
Délégations de gestion		Définition des règles applicables dans le RGAMF.	Absence de règles applicables.
		<ul style="list-style-type: none"> • RGAMF, art. 318-58 	∅
Lutte anti-blanchiment & Financement du terrorisme (LAB/FT)		Procédure obligatoire.	Procédure obligatoire.
		<ul style="list-style-type: none"> • RGAMF, art. 315-51 à 315-58 	<ul style="list-style-type: none"> • Par renvoi aux articles applicables aux SGP : RGAMF, art. 315-51 à 315-58 par renvoi de l'art. 325-46
Rémunérations des gestionnaires		Régime encadré par 19 principes (directives MIF et AIFM).	Régime des commissions et rétrocessions versées prévu par le RGAMF.
		<ul style="list-style-type: none"> • RGAMF, art. 319-9 à 319-20 	<ul style="list-style-type: none"> • RGAMF, art. 325-37
PROTECTION DES CLIENTS			
Primauté de l'intérêt du client		Principe fondamental prévu par les textes législatifs et réglementaires.	Principe énoncé de manière équivalente aux SGP de FIA.
		<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 533-11 • RGAMF, art. 319-3 	<ul style="list-style-type: none"> • RGAMF, art. 325-37

Thèmes	FIA / CF	FIA immobilier (« FIA »)	Crowdfunding immobilier (« CF »)
Catégorisation et connaissance des clients		Obligation de catégorisation des clients professionnels, non professionnels, et, le cas échéant, des contreparties éligibles. • COMOFI, art. L. 533-13 • RGAMF, art. 319-4	Obligation de connaissance du client : oui, s'agissant du service de conseil en investissement rendu aux investisseurs. Obligation de catégorisation du client : non. • COMOFI, art. L. 547-9
Information des clients en cours de vie du produit		Contenu de l'information détaillé dans plus de 35 articles du RGAMF. • RGAMF, art. 314-9 à 314-42	Absence d'obligation spécifique relative au suivi des investissements. C'est en revanche un service qui est généralement proposé par le CIP, en particulier lorsqu'il dirige le véhicule d'investissement. ∅
Conventions conclues avec les clients		Encadrement des conventions avec les clients, en fonction du service d'investissement fourni, avec obligation d'y faire figurer certaines clauses spécifiques. • COMOFI, art. L. 533-14 • RGAMF, art. 319-7	Non, sauf si prise en charge des bulletins de souscription des clients (convention obligatoire de « prise en charge de l'ordre »). • RGAMF, art. 325-50
Traitement des réclamations		Procédure obligatoire. • RGAMF, art. 318-10	Procédure obligatoire et reposant sur les mêmes principes que ceux applicables aux SGP. • RGAMF, art. 325-47

3. Dispositif d'encadrement de la gestion du véhicule

Thèmes	FIA / CF	FIA immobilier (« FIA »)	Crowdfunding immobilier (« CF »)
REGULATION			
Application de la directive AIFM		Les SCPI, les OPCV et les OPFCV sont des « FIA par nature ».	Non, sauf requalification en « Autres FIA » (« FIA par objet »).
		<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 214-24 	<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 214-24 • Position AMF 2013-16 relative aux notions essentielles contenues dans la directive AIFM.
Agrément AMF		Les SCPI, les OPCV et les OPFCV sont des « FIA par nature ».	Non, sauf requalification en « Autres FIA » (« FIA par objet »).
		<ul style="list-style-type: none"> • pour OPCV : RGAMF, art. 422-125 et s. • pour les SCPI faisant APE : RGAMF, art.422-192. 	∅
LIMITATION ET GESTION DU RISQUE DE L'INVESTISSEUR			
Levier/ Risque global		Obligation de calcul du levier et du risque global.	Absence de règles applicables.
		<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 214-24-20 et L. 533-10-1 • RGAMF, art. 422-50 et suivants (pour tous les FIA) 	∅
Limitation de la responsabilité des investisseurs		Dans la grande majorité des cas, le risque de perte est limité au montant des apports réalisés par l'investisseur, du fait de la nature juridique des FIA.	Le risque de perte est limité au montant des apports réalisés par l'investisseur (les CIP ne peuvent proposer des investissements que dans des sociétés pouvant émettre des titres financiers dans le public en exemption de l'offre au public de titres financiers).
		∅	<ul style="list-style-type: none"> • Code de commerce (SA, SAS, et SARL)
Gestion des risques		Obligation de prise en compte de 4 catégories de risques : contrepartie, marché, liquidité, opérationnel.	Absence de règles applicables.
		<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 533-10-1 • RGAMF, art. 318-38 à 318-43 	∅
Gestion de la liquidité		Obligation de mise en place d'une procédure interne (suivi des <i>stress tests</i> , contrôle des risques).	Simple obligation d'information : l'investisseur doit être informé du fait que le produit n'est pas « liquide ».

Thèmes	FIA / CF	FIA immobilier (« FIA »)	Crowdfunding immobilier (« CF »)
		• RGAMF, art. 318-44 à 318-46	• RGAMF, art. 325-35
CONTROLE DE LA GESTION			
Valorisation du placement		Intervention d'un expert externe en évaluation (EEE) ou d'un évaluateur interne pour la valorisation régulière du patrimoine.	Absence de règles applicables.
		<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, règle générale : art. L. 214-24-13 à L. 214-24-18 • RGAMF, art. 421-28 à 421-32 	∅
Contrôle par un dépositaire		Dépositaire en charge du contrôle de la propriété des actifs du FIA, du respect de la politique d'investissement et du suivi des flux de trésorerie.	Absence d'un dépositaire.
		<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 214-24-3 à L. 214-24-12 ; • RGAMF, art. 422-8 (principe général pour les FIA) 	∅
Contrôle de la stratégie d'investissement (actifs éligibles, ratios de diversification etc.)		Mission du dépositaire en charge d'un devoir d'alerte de l'AMF.	Absence d'un dépositaire.
		<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 214-24-3 à L. 214-24-12 et L. 214-24-20. 	∅
Contrôle de la propriété des immeubles et tenue de compte des actifs financiers		Mission du dépositaire en charge d'un devoir d'alerte de l'AMF.	Absence d'un dépositaire.
		<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 214-24-3 à L. 214-24-12, art. L. 214-24-36 et 37 (OPCI) et L. 214-115 (SCPI) 	∅
Contrôle des flux de trésorerie		Mission du dépositaire.	Absence de règles applicables.
		<ul style="list-style-type: none"> • COMOFI, art. L. 214-24-8. • RGAMF, art. 323-23. 	∅

ANNEXE

Liste des textes applicables

- Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif
- Décret n° 2014-1053 du 16 septembre 2014 relatif au financement participatif
- Arrêté du 22 septembre 2014 portant homologation des modifications du règlement général de l'Autorité de marché financiers concernant le financement participatif
- Arrêté du 24 septembre 2014 portant homologation des statuts de l'organisme en charge de la tenue du registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance
- Arrêté du 24 septembre 2014 modifiant l'arrêté du 20 décembre 2012 fixant le montant des frais d'inscription annuels au registre unique des intermédiaires mentionnés à l'article L. 546-1 du code monétaire et financier
- Arrêté du 30 septembre 2014 modifiant l'arrêté du 1er mars 2012 relatif au registre unique
- Position AMF (DOC-2014-10) et position ACPR (2014-P-08) sur le placement non garanti et le financement participatif
- Instruction AMF relative au processus d'examen par l'AMF de la demande d'immatriculation des CIP et à la transmission d'informations annuelles (DOC-2014-11)
- Instruction AMF relative aux Informations aux investisseurs à fournir par l'émetteur et le conseiller en investissements participatifs ou le prestataire de services d'investissement dans le cadre d'une offre de financement participatif (DOC-2014-12)

* * *