



**Le nouveau régime juridique français du crowdfunding et la structuration
des opérations de financement participatif en capital des sociétés**

Master II – Opérations et fiscalité internationales des sociétés

Sandro LAMAY

2014 - 2015

Je tiens tout particulièrement à remercier mon directeur de mémoire, Monsieur Thomas MASTRULLO, pour ses conseils. Je tiens également à remercier les professionnels qui m'ont accordé leur temps ainsi que les personnes qui m'ont aidé à relire ce document.

Sommaire

Résumé	5
Introduction	6
I – Un encadrement juridique venant clarifier et alléger les modalités d'accès et d'exercice de l'activité de crowdfunding par les plateformes de financement participatif.	10
A) Création d'un nouveau statut spécifique de Conseil en investissement participatif venant se juxtaposer à un statut particulièrement contraignant de prestataire de services d'investissement	10
1) Le prestataire de services d'investissement : un statut lourd et inadapté à l'activité d'intermédiation sur des offres de titres financiers au moyen d'un site internet	10
2) Le conseiller en investissements participatifs : un statut plus souple consacré exclusivement pour l'activité des plateformes de crowdfunding intervenant sur des titres financiers.....	16
B) Un statut voulu pluridisciplinaire et permettant l'exercice d'autres activités en matière de financement	22
1) La prestation complémentaire de prise en charge et suivi des bulletins de souscription	23
2) Le cumul possible du statut de conseiller en investissements participatifs avec celui d'intermédiaire en financement participatif.....	24
II- Une structuration complexe de l'entreprise financée et un régime juridique demeurant lourd pour les porteurs du projet bien que ponctuellement dérogatoire	25
A) La contrainte du régime des offres au public de titres financiers en partie surmontée	25
1) L'obligation d'établir un prospectus en cas d'offre au public de titres financiers	26
2) Des dérogations à l'obligation d'établir un prospectus instaurant davantage de flexibilité pour les porteurs du projet	30
B) La possibilité de mettre en place une architecture structurelle ad hoc dans l'optique d'une gestion verrouillée et efficiente de la foule	33
1) La mise en place d'une corporate governance permettant une gestion verrouillée de la société financée en vue d'une plus grande stabilité pour les porteurs du projet.....	33
2) La mise en place d'une gestion efficiente des relations souscripteurs et des flux post-opération	37

Conclusion 40
Bibliographie 41

Résumé

Le financement participatif connaît à l'heure actuelle une expansion fulgurante. Le présent mémoire s'adresse en premier lieu aux entrepreneurs et aux investisseurs particuliers mais il concerne également les acteurs plus traditionnels du financement. A travers cette étude, nous chercherons à décrire l'état du droit en la matière en vue d'établir une feuille de route à destination des entrepreneurs qui entendent financer leur entreprise en procédant à une lever de fonds via une campagne de financement participatif en capital. La démarche consistera, d'une part, à préciser les règles applicables à l'activité des plateformes de crowdfunding et aux entrepreneurs porteurs du projet et, d'autre part, à déterminer quelle est la corporate governance la plus pertinente en vue d'assurer une gestion efficiente ainsi que la pérennité de la société financée.

Introduction

La France sera « le pays pionnier du financement participatif »¹.

Avec l'Ordonnance du 30 mai 2014², la France innove au niveau mondial avec une véritable volonté de démocratiser l'accès au crowdfunding. Ce faisant, elle se dote du premier arsenal législatif en la matière. Le financement participatif, « crowdfunding », est un mode de financement qui repose sur l'appel à un grand nombre de personnes pour financer un projet sans passer par l'aide des acteurs traditionnels du financement. Il est susceptible d'emprunter des formes diverses. Il est encore défini comme un complément ou un substitut au financement en "love money"³. L'idée même du crowdfunding provient des États-Unis où elle a explicitement bénéficié du soutien du Congrès qui a adopté en avril 2012 le Jumpstart Our Business Startups Act (ou JOBS Act). Les régulateurs ne sont guère enthousiastes à l'égard de ces modes de financement en raison de la crainte d'une fraude. Il ne faut donc pas s'étonner que l'autorité boursière américaine, la Securities and Exchange Commission (SEC) ait été réservée à l'égard de ce texte et n'ait toujours pas adopté les règlements d'application, même si leur publication est désormais imminente⁴. Le crowdfunding est susceptible d'emprunter des formes diverses. Il se rencontre sous la forme du don, ou donation-based crowdfunding, dans laquelle le public investit dans un projet auquel il croit sans rien en attendre en retour. Vient ensuite le financement sans contrepartie financière, ou reward-based crowdfunding, qui suppose que les personnes qui investissent dans le projet reçoivent en retour un objet ou un service. S'agissant du financement d'une entreprise, on rencontrera plutôt des formes telles que le financement par le prêt, ou lending-based crowdfunding, permettant à des personnes d'investir sous forme de prêt dans les entreprises. Elles seront remboursées en nominal et intérêts. Mais le présent mémoire opérera une focalisation sur une variante bien particulière du crowdfunding, le financement avec prise de participation ou financement participatif en capital, ou encore equity-based crowdfunding. Ce mode de financement participatif suppose

¹ CP Paris, 14/02/2014 – Ministre de l'économie et des finances, P. Moscovici

² Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014.

³ Les Echos, le lexique financier.

⁴ *Guide du financement participatif (Crowdfunding) à destination des plates-formes et des porteurs de projet* – Pierre-Henri Conac – Rev. sociétés 2013. 454.

la souscription au capital de la société financée, ce sont donc des titres financiers qui sont offerts au public. Mais il est possible d'élargir notre centre d'intérêt et de prendre en considération que les entrepreneurs peuvent entendre proposer au public, outre des titres financiers, tous les autres types d'actifs dans lesquels le public peut investir dans l'espérance d'un gain futur telles que les obligations simples ou complexes ou encore les bons de souscription d'actions. Cette variante sera désignée sous le terme de crowdfunding.

En dehors de nos frontières, le phénomène est déjà bien ancré. Au niveau mondial, le financement participatif en capital représenterait un peu moins de 5 % du crowdfunding⁵. Le célèbre magazine Forbes table sur un volume d'environ cent milliards d'euros pour le crowdfunding en 2020⁶. En Amérique du Nord, le phénomène est plus ancien, c'est sans doute la raison pour laquelle le marché du crowdfunding est aujourd'hui dominé par les Etats-Unis. Ainsi, l'encours global du crowdfunding atteignait, au 30 septembre 2013, 4,81 milliards d'euros, dont 51% aux Etats-Unis et 21% en Europe. En mars 2014, la plateforme de financement participatif de don leader aux Etats-Unis, KICKSTARTER, annonçait qu'elle venait de dépasser le milliard de dollars de collecte cumulée depuis son lancement⁷. En Europe, le marché de la finance participative est en nette progression également. Pour l'ensemble des branches qui le composent, il représentait environ 735 millions d'euros en 2012 et un milliard d'euros en 2013⁸. On envisage même un cadre réglementaire européen à terme face au développement attendu du phénomène. Le Royaume-Uni représente l'essentiel des fonds levés en 2013, estimés entre 15 et 30 fois le montant collecté par les acteurs français, lesquels se situent pourtant en deuxième position à l'échelle européenne. Une explication peut-être trouvée dans le plus grand libéralisme dont bénéficient les plateformes au Royaume-Uni, notamment, comme on le verra, sur l'obligation de dépôt d'un prospectus. Pourtant, en France, les sites de crowdfunding ont permis de lever 152 millions d'euros en 2014, selon les chiffres annoncés en février 2015, soit le double par rapport à l'année 2013, ce qui situe le pays en tête du secteur en Europe continentale. Les plateformes de prêt ont collecté 88,4 millions d'euros (+84%), suivies par les plateformes de don qui ont récolté 38,2 millions d'euros et par les sites d'investissement en capital qui ont collecté 25,4 millions d'euros (+146%). En moyenne, les projets présentés sur les sites de financement en capital ont récolté 376.733 euros, ceux présentés sur des sites de prêt 65.448 euros et les projets

⁵ Rapport PME FINANCE, « Financement participatif des entreprises : la mise en place d'un cadre réglementaire propice », 14 février 2014

⁶ « 2013 : What's In Store For Crowdfunding And Angel Investors », Forbes, 31 décembre 2012.

⁷ Les Echos, actualités, 05/03/2014.

⁸ Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, 27 mars 2017.

demandant des dons environ 3.000 euros. Avec 20.380 projets mis en ligne en 2014 sur l'ensemble des types de plateforme, ce sont 64.500 projets qui ont pu être financés grâce au financement participatif depuis 2008⁹. Depuis 2008, 1,3 million de contributeurs ont soutenu un projet sur une plateforme de "crowdfunding" française. La contribution moyenne en 2014 s'élève à 4 470 euros pour l'investissement en capital, 561 euros pour le prêt rémunéré et 60 euros pour le don¹⁰. En outre, les plateformes exerçant une activité d'intermédiation en financement participatif en capital se sont multipliées ces derniers mois (selon BPI France, plus de 60 au 30 mai 2014).

Le marché du crowdfunding existe donc bel et bien, c'est indéniable. D'autant que l'equity-based crowdfunding répond à un besoin bien réel. En effet, les acteurs traditionnels du financement des entreprises par prise de participation répondent à des besoins présents à des stades de développement bien définis. Les Business angels interviennent dès les premiers tours de table du financement. Ces fonds sont difficiles à lever et rares. Les fonds de private equity interviennent à un stade où la société est déjà en croissance, après les premiers succès, car ils répondent à une logique de placement à court terme en vue d'une sortie rapide. Après cela, interviennent les autres sociétés investissant dans une firme qui a une valeur stratégique. In fine, c'est le marché coté qui intervient lorsque l'on observe une forte croissance. La prise de participation passera alors par l'offre publique¹¹. Ainsi, les business interviennent lorsque le besoin en capitaux se situe entre 100.000 et 500.000 euros, les fonds d'investissement interviennent entre 2 millions et 10 millions d'euros¹². Le crowdfunding est alors de nature à combler ce que l'on désigne sous le nom de l'equity gap. En effet, après un premier tour de table, les start-up traversent un « désert » en termes de financement¹³. L'entreprise doit alors concrétiser les promesses et apporter aux investisseurs les premières preuves de business. Cette phase permet par exemple de passer de la recherche à un prototype en état de marche afin de démontrer la viabilité du modèle économique et la réalité du business plan établi. L'equity-based crowdfunding est alors toute indiquée en phase d'amorçage quand les besoins en capitaux se situent entre 100.000 euros et 2 millions d'euros.

Mais le crowdfunding, et plus particulièrement l'equity-based crowdfunding, ne connaîtra un fort développement que pour autant que le régime juridique qui lui est applicable le lui permette. Longtemps exercée dans le flou de la loi, l'activité de crowdfunding possède

⁹ Baromètre 1^{er} semestre 2014 de l'association Financement Participatif France.

¹⁰ L'Express, *Financement participatif : la belle récolte de 2014*, 18/02/2015.

¹¹ Lehner, OM., (2013), *crowdfunding Social Ventures : A Model and Research Agenda*.

¹² *Les cycles d'investissement de l'entreprise*, CDC Entreprise, 2005.

¹³ Les Echos, 26/09/2013, Dossier : *traverser le désert financier*.

aujourd'hui une réglementation aux contours plus précis. L'ordonnance du 30 mai 2014 a introduit en France un régime du financement participatif, désormais applicable depuis le 1^{er} octobre 2014. Mais ce nouveau cadre juridique est-il favorable au développement, en France, du financement participatif de sorte qu'il puisse s'imposer comme l'un des modes principaux de financement en capital des entreprises ?

Nous constaterons que ce nouvel encadrement juridique vient clarifier les modalités d'exercice de l'activité de crowdfunding, notamment dans sa branche crowdfunding, par les plateformes de financement participatif en inaugurant un nouveau statut spécifique de Conseil en Investissement Participatif, statut fait sur mesure et voulu pluridisciplinaire (I). Du côté des entrepreneurs, l'opération de financement participatif supposera un régime juridique lourd et une structuration juridique complexe de l'entreprise financée mais qui permettra, *in fine*, d'assurer la pérennité de ladite entreprise (II).

I – Un encadrement juridique venant clarifier et alléger les modalités d'accès et d'exercice de l'activité de crowdfunding par les plateformes de financement participatif.

Le décret du 16 septembre 2014 parachève le dispositif français du crowdfunding en entérinant les solutions de l'Ordonnance du 30 mai 2014. Ladite ordonnance consacre enfin un cadre juridique délimité à l'activité des plateformes de crowdfunding en taillant sur mesure un statut de Conseil en investissements participatifs. Ce statut vient se juxtaposer à côté du statut de prestataire de services d'investissement (A). Le gouvernement a voulu ce statut de Conseiller en investissements participatifs pluridisciplinaire (B).

A) Création d'un nouveau statut spécifique de Conseiller en investissements participatifs venant se juxtaposer à un statut particulièrement contraignant de prestataire de services d'investissement.

Longtemps contraints d'emprunter le statut de prestataire de service d'investissement, les professionnels de l'equity-based crowdfunding ont été entravés dans leur démarche par un statut lourd et inadapté à l'activité d'intermédiation sur des offres de titres financiers au moyen d'un site internet (1). Face à cela, l'ordonnance du 30 mai 2014 répond en créant un statut sur mesure, adapté et exclusivement réservé à cette activité (2).

1) Le prestataire de services d'investissement : un statut lourd et inadapté à l'activité d'intermédiation sur des offres de titres financiers au moyen d'un site internet.

Le statut de prestataire de services d'investissement est le statut généralement revêtu par les entreprises d'investissement et les établissements de crédit qui fournissent des services d'investissement au sens de l'article L. 531-1 du Code monétaire et financier. Ce statut particulièrement lourd de par ses conditions d'accès et les obligations qu'il emporte est considéré par les auteurs et les praticiens du crowdfunding comme peu adapté et particulièrement contraignant pour les plateformes de financement participatif qui exercent leur activité via Internet. On soulignera que c'est tout particulièrement la nécessité de recevoir

un agrément et les conditions d'obtention dudit agrément qui constituent l'obstacle majeur au développement du crowdfunding par le biais du statut de PSI. En effet, les plateformes de crowdfunding fournissent des services d'investissement en qualité d'intermédiaire entre les porteurs du projet, l'entreprise recherchant un financement, et les investisseurs. Or l'intermédiation dans les levées de fonds de titres non cotés est subordonnée, sauf exemptions, à l'obtention d'un agrément de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ci-après dénommée « ACPR »), ceci afin d'obtenir le statut de prestataire de services d'investissement. A ce titre, notons que, par services d'investissement, il convient d'entendre la prestation de négociation pour compte propre, la gestion de portefeuille pour le compte de tiers, la prise ferme, l'exploitation d'un système multilatéral de négociation, mais surtout, et c'est ce qui intéressera particulièrement les plateformes d'investissement participatif, le conseil en investissement, le placement garanti, le placement non garanti, la réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers et l'exécution d'ordres pour le compte de tiers¹⁴. La délivrance de l'agrément est soumise à des conditions contraignantes qui rendent déjà le statut de prestataire de services d'investissement peu adapté au financement participatif. Les plateformes de crowdfunding, gérées sous forme de société, se heurteront à des conditions financières parfois prohibitives. Ainsi devront-elles justifier, pour le service de conseil en investissement, d'un capital social minimum de 50.000 euros et, pour le service de placement non garanti, d'un capital social minimum de 730.000 euros. Outre des moyens financiers conséquents, le statut de prestataire de services d'investissement supposera une organisation comptable et financière et un dispositif de conformité visant à garantir le respect des dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Ce dispositif de conformité sera assuré par le Responsable pour la Conformité des Services d'Investissement (RCSI)¹⁵.

Outre la nécessité d'obtention d'un agrément, le statut de prestataire de services d'investissement est régi par des règles prudentielles dont le respect sera contrôlé par l'ACPR qui procédera à une vérification de différents ratios de fonds propres des établissements agréés et de certaines opérations portant sur la capital même du prestataire de services d'investissement.

Il est également soumis à des règles d'organisation et de bonne conduite dont le respect est assuré par l'Autorité des marchés financiers (ci-après dénommée « AMF »), laquelle se

¹⁴ Article L. 321-1, Code monétaire et financier.

¹⁵ Article L. 533-10, Code monétaire et financier.

focalisera en particulier sur le respect des obligations de loyauté, de transparence et de sincérité des prestataires de services d'investissement à l'égard de leurs clients. Cela emporte notamment que toutes les informations, y compris les communications à caractère promotionnel, adressées par un prestataire de services d'investissement à des clients présentent un contenu exact, clair et non trompeur¹⁶. C'est là que se situe l'autre difficulté majeure. Cependant cette difficulté n'est pas inhérente au statut de PSI puisque l'on verra que le CIP est confronté lui aussi à des règles de bonne conduite, même si les conséquences seront moindres pour ce dernier.

On observe des conditions et règles d'organisation différentes selon l'activité exercée par le PSI, ce qui participe à instaurer un certain flou dans les obligations qui s'imposent au PSI. Dans le cadre de l'activité de placement non garanti, par exemple, le PSI doit justifier d'un capital minimum de 730 000 euros. Il convient cependant de remarquer que, dans la plupart des cas, les plateformes de crowdfunding ne sont pas amenées à exercer une prestation de placement non garanti au sens de L 321-1 du Code monétaire et financier car cela supposer la recherche active de souscripteurs pour des titres émis ou des obligations d'un émetteur en particulier. Ainsi lorsque la plateforme ne recherche pas activement des souscripteurs pour une obligation spécifique mais qu'elle fournit plutôt un service de conseil en investissement, elle échappera à l'obligation de disposer d'un agrément spécifique¹⁷.

Dans le cadre de l'activité de réception-transmission d'ordres pour compte de tiers, les PSI voient le contenu de la convention de services étroitement encadré. Elles doivent réaliser une étude du profil de l'investisseur et le mettre en garde en cas de non-conformité entre un placement et sa situation personnelle, exigence que l'on retrouve finalement dans tous les services d'investissement, de manière plus ou moins poussée.

Mais c'est surtout sur l'activité de conseil en investissement du PSI qu'il est opportun de se pencher puisqu'il s'agit de l'activité majoritairement exercée par les plateformes de crowdfunding sur Internet.

Outre l'agrément comme condition d'accès, le PSI exerçant une activité de conseil en investissement a pour obligation de recourir à un test d'adéquation préalablement à tout investissement éventuel qui serait réalisé par un prospect. Cette obligation découle de la

¹⁶ Article L. 533-11 et L. 533-12, Code monétaire et financier.

¹⁷ Projet de position commune de l'ACPR et de l'AMF 9 décembre 2013 relatif à la définition du service de placement non garanti.

Directive MIF. Cette obligation ne constitue pas la contrainte la plus lourde du statut de PSI, d'autant qu'elle n'est pas inhérente à ce statut, elle se retrouve en effet, dans une moindre mesure, dans le statut de conseiller en investissement participatif. Cependant, force est de constater que le test qui est à l'œuvre ici n'emporte pas les mêmes conséquences. On remarquera que le test qui doit être mis en œuvre par le PSI est un test d'adéquation stricto sensu, il a pour but, in fine, de proposer une opération adéquate et personnalisée au client. C'est ce but qui engendre une responsabilité accrue pour le PSI par rapport au CIP qui, lui, n'est tenu qu'à un test d'appropriation¹⁸. Le test consiste en réalité en un questionnaire que l'internaute investisseur devra remplir afin d'obtenir des précisions sur les connaissances, l'expérience dans le domaine de l'investissement, la situation financière et les objectifs d'investissement de l'investisseur. Ce test d'adéquation a pour finalité de permettre au prestataire de service en investissement d'établir une proposition d'opération adaptée à la situation de l'investisseur¹⁹. Cependant apparaît une difficulté liée à la « spécificité du canal de communication que constitue internet »²⁰. Le test d'adéquation sera plus difficile à réaliser dès lors que la motivation qui anime les investisseurs potentiels, dans le cadre du crowdfunding, est difficilement déterminable. Leur investissement constitue, pour la plupart du temps, un placement coup de cœur non animé par une volonté de maximiser leur couple rendement/risque mais à la dimension affective ou collective. L'autre difficulté liée au canal de communication que constitue internet réside dans la difficile vérification du profil de l'investisseur (revenus, patrimoine, expérience, connaissances..etc) par le prestataire de service en investissement. Or ces informations sont primordiales pour valider la cohérence du profil de l'investisseur potentiel avec les risques propres présentés par les différentes entreprises référencées sur son site. Le risque de manquement au test d'adéquation et de sanction disciplinaire apparaît donc important, d'autant que la Direction des Enquêtes et des Contrôles et la commission spécialisée du Collège de l'AMF affichent une rigueur grandissante sur le respect de cette règle²¹. Une attention toute particulière doit donc être attachée à la réalisation du test d'adéquation, sa défaillance permettrait à un investisseur dont l'investissement s'est finalement avéré peu ou pas performant d'engager la responsabilité de l'intermédiaire. Dominique STUCKI, sur ce point, rapproche cette hypothèse de ce qui se pratique, dans les juridictions de droit commun, en matière de non-respect du profil de gestion

¹⁸ Voir infra, I, A), 2) Le conseiller en investissements participatifs : un statut plus souple consacré exclusivement pour l'activité des plateformes de crowdfunding intervenant sur des titres financiers.

¹⁹ Article L. 533-13-1, Code monétaire et financier.

²⁰ Financer une entreprise par le crowdfunding : les nouvelles règles du crowdinvesting, D. STUCKI, EYROLLES, RB éd., p. 120.

²¹ « L'AMF contrôle l'adéquation du service rendu », Agefi Actifs, 11 décembre 2013.

prudent stipulé dans un mandat pour la souscription d'obligations²². Le 21 mars 2014, le Tribunal de commerce de Paris a retenu la responsabilité d'une société de gestion pour non-respect du profil de gestion prudent stipulé dans le mandat, en investissant une partie importante du capital d'une entreprise dans des obligations souveraines grecques. Le juge a considéré que le professionnel, au-delà de son obligation de respecter le profil de gestion à travers la souscription d'obligations, doit vérifier le risque de défaut. Appliquée au crowdfunding, cette conception du rôle de l'intermédiaire tend à lui conférer une obligation de résultat sur la performance des émetteurs présentés sur le site. On le comprend bien, le prestataire de service en investissement, dans son activité de conseil en investissement, doit s'assurer de la parfaite adéquation du profil de l'investisseur avec le profil et les risques de la société émettrice, à défaut de quoi les conséquences pourraient-être lourdes pour celui-ci. Si le client ne communique pas les informations requises, le PSI s'abstient de lui recommander une opération. L'AMF et l'ESMA ont dressé une liste très étendue des diligences à accomplir dans ce cadre par les PSI agréés pour le conseil en investissement ou la gestion de portefeuille dans la position AMF n°2012-13 « exigences relatives à l'adéquation pour un client de services d'investissement ou d'instruments financiers », 5 octobre 2012, l'AMF, notamment sur la question de la fiabilité des informations relatives aux clients, les PSI doivent prendre des mesures raisonnables pour s'assurer que les informations recueillies sur les clients sont fiables. Ils doivent notamment ne pas se fier indûment à l'auto-évaluation par les clients de leurs propres connaissances, de leur expérience et de leur situation financière. Ils doivent en outre s'assurer que l'ensemble des outils utilisés dans le cadre de la procédure d'évaluation de l'adéquation ont été conçus de manière appropriée, que les questions ne soient pas formulées de manière à orienter le client vers un type d'investissement en particulier. Les PSI doivent adopter des mesures pour garantir la cohérence des informations relatives aux clients. S'il est attendu des clients que les informations nécessaires pour l'évaluation de l'adéquation qu'ils fournissent soient exactes, à jour et complètes, il n'en demeure pas moins que les PSI doivent prendre des mesures raisonnables pour vérifier la fiabilité des informations recueillies sur leurs clients. Il relève de la responsabilité des PSI de s'assurer qu'ils disposent des informations requises pour procéder à une évaluation de l'adéquation.

Constatant ces contraintes dans le cadre de l'activité des plateformes de crowdfunding sur Internet, le gouvernement a entendu, par l'Ordonnance du 30 mai 2014, aligner les règles du

²² Financer une entreprise par le crowdfunding : les nouvelles règles du crowdfunding, D. STUCKI, EYROLLES, RB éd., p. 121.

PSI, lorsqu'il s'adonne à une telle activité, à celles nouvellement créées pour le CIP. Par cette ordonnance, le gouvernement a voulu cibler précisément le crowdfunding en visant les offres de titres financiers au moyen d'un site internet. Si cela a pour effet d'alléger les contraintes qui pèsent sur le PSI, cela a également pour effet de mettre à mal l'intelligibilité du corpus de règles qui régissent le statut du PSI. Selon Dominique STUCKI, ce corpus additionnel de règles est redondant avec les obligations découlant du dispositif normal relatif aux services d'investissement pour lesquels les PSI sont agréés²³. Cela rend d'autant plus complexe le recensement des normes qui leur sont applicables que l'articulation entre les textes issus du Code monétaire et financier avec les dispositions figurant dans le Code de la consommation ou dans le Code civil ou celles dispersées dans divers autres codes était déjà particulièrement délicate²⁴.

L'Ordonnance, pour les PSI qui réalisent des offres de titres financiers au moyen d'un site Internet, renforce l'obligation d'information. L'article L. 533-22-3 du Code monétaire et financier dispose que :

« Les prestataires de services d'investissement qui réalisent des offres de titres financiers au moyen d'un site internet remplissant les caractéristiques fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers s'assurent :

(...)

2° Lorsque la société dans laquelle leurs clients investissent a pour objet de détenir des participations dans une autre société, que leurs intérêts ne sont pas lésés et qu'ils disposent de toutes les informations nécessaires à l'appréciation de leur investissement, notamment qu'ils sont, le cas échéant, destinataires du rapport du commissaire aux comptes aux associés approuvant les comptes.

Ces règles sont précisées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ».

En outre, lorsqu'aucun prospectus n'a été établi et visé par l'AMF, les PSI doivent transmettre à l'internaute, préalablement à toute souscription, les informations fournies par l'émetteur portant sur différents aspects, identiques à celles devant être relayées par le CIP, incluant notamment la description de l'activité et du projet de l'entreprise, les derniers comptes, des éléments prévisionnels sur l'activité ainsi qu'un organigramme de l'équipe dirigeante et de l'actionariat de l'émetteur, un explicatif sur les principaux droits attachés aux titres financiers offerts et aux titres émis par l'émetteur en dehors de l'offre ouverte au public...etc.

²³ Financer une entreprise par le crowdfunding : les nouvelles règles du crowdfunding, D. STUCKI, EYROLLES, RB éd., p. 123.

²⁴ Anne-Marie LEROYER, « Commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs, Ordonnance n°2005-648 du 6 juin 2005 », RTD Civ. 2005, p. 850.

On le voit, le statut de PSI est relativement lourd, il suppose des conditions parfois difficiles à remplir, notamment au niveau de l'organisation de l'intermédiaire et un agrément dont les conditions d'obtention sont difficiles à remplir. L'Ordonnance, en ajoutant des obligations spécifiques pour les PSI qui réalisent des offres de titres financiers au moyen d'un site Internet, vient appesantir le statut du PSI et entretient un flou autour des obligations qui pèsent sur eux.

2) Le conseiller en investissements participatifs : un statut plus souple consacré exclusivement pour l'activité des plateformes de crowdfunding intervenant sur des titres financiers.

Le statut de conseiller en investissements participatifs a été créé par l'Ordonnance n°2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif. Il est régi par le titre IV du livre V du Code monétaire et financier dont un chapitre VII, ajouté par l'Ordonnance, lui est consacré.

Il s'agit d'un statut exclusivement consacré à l'activité de financement participatif sous forme de titres financiers par le biais du support que constitue Internet. Sa raison d'être découle de la volonté du gouvernement d'offrir un cadre juridique aux contours bien définis pour les plateformes de crowdfunding qui exercent une telle activité. L'idée qui présidait alors à la rédaction de l'Ordonnance était celle de dispenser les plateformes de financement participatif des lourdes contraintes qu'impose le statut de prestataire de service d'investissement, notamment la nécessité d'obtenir un agrément de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution²⁵.

La définition donnée par l'Ordonnance souligne cette exclusivité. Les conseillers en investissements participatifs sont légalement définis comme les personnes morales exerçant à titre de profession habituelle une activité de conseil en investissement mentionnée au 5 de l'article L. 321-1²⁶ portant sur des offres de titres de capital et de titres de créance définies par décret. Cette activité est menée au moyen d'un site internet remplissant les caractéristiques

²⁵ Financer une entreprise par le crowdfunding : les nouvelles règles du crowdfunding, D. STUCKI, EYROLLES, RB éd., p. 128.

²⁶ Article qui liste les services d'investissement.

fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers²⁷. Il convient de préciser que les CIP ne peuvent proposer que des offres d'actions ordinaires et d'obligations à taux fixes²⁸. De même, il ressort de cette définition que la seule activité du CIP ne peut être que l'activité de conseil en investissement, exception faite de la prestation de routage d'ordres de souscription²⁹, excluant ainsi, tacitement, la prestation de placement non garanti et la prestation de réception-transmission d'ordres. Il en découle que si le statut de CIP emporte moins de contraintes que le statut de PSI, son champ d'action est cependant réduit par rapport à ce dernier.

Si le statut de conseiller en financement participatif peut se prévaloir d'un régime plus souple que celui qui régit le PSI, il n'en demeure pas moins que, comme tout intermédiaire en investissement, il est soumis à des conditions d'exercice et à des obligations, notamment des règles de bonne conduite.

En suivant le plan de l'Ordonnance du 30 mai 2014, il est possible de s'intéresser, dans un premier temps, aux conditions d'accès et d'exercice du CIP pour se pencher, ensuite sur les obligations qui régissent le statut de CIP.

La condition principale est, pour le CIP, outre l'obligation de souscrire à un contrat d'assurance de responsabilité civile professionnelle, celle d'adhérer à une association, laquelle sera agréée par l'AMF en considération, notamment, de sa représentativité et de son aptitude à remplir ses missions dont les critères sont précisés dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers³⁰. Cependant l'association peut ne pas recevoir l'agrément et, dans ce cas, il est prévu que l'AMF examine les compétences professionnelles des personnes physiques ayant le pouvoir de gérer ou d'administrer les conseillers en investissement participatifs ainsi que la capacité à respecter les règles de bonne conduite et les règles d'organisation prévues par le règlement général de l'AMF. En pratique, selon Dominique STUCKI, cela consiste en réalité à présenter son modèle d'investissement (direct ou via holding), décrire sa procédure de sélection des projets ainsi que des diligences réalisées, exposer ses relations avec les émetteurs en fournissant ses modèles de contrats, préciser son éventuelle politique de suivi post-investissement des sociétés cibles et indiquer ses modalités de rémunération et de gestion

²⁷ Définition donnée par l'Ordonnance, insérée à l'article L. 547-1 – I du Code monétaire et financier.

²⁸ Article D. 547-1 Code monétaire et financier.

²⁹ Article 325-50 RGAMF.

³⁰ Article 547-4 Code monétaire et financier.

des conflits d'intérêts. Le candidat devra également démontrer qu'il est en mesure de respecter son obligation d'informer le client sur les risques encourus et les frais supportés par celui-ci et de réaliser un test d'adéquation³¹.

Outre cette affiliation à une association agréée, pour accéder au statut de CIP, l'ordonnance prévoit une immatriculation au registre unique des intermédiaires³².

Enfin, prenant en compte la spécificité du support de l'activité des plateformes de crowdfunding, l'Ordonnance prévoit que l'activité du CIP est menée au moyen d'un site internet remplissant les caractéristiques fixées par le règlement général de l'AMF³³. Ainsi le site internet doit limiter l'accès aux offres aux investisseurs potentiels qui ont déjà fourni leurs coordonnées et qui ont pris connaissance des risques et les ont expressément acceptés ; la souscription aux offres est subordonnée à la compilation, par l'investisseur, des informations requises au 6° de l'article L. 547-9 du Code monétaire et financier (informations relatives à son profil, revenus, patrimoine, connaissances, expérience, objectifs...etc) ; le site doit proposer plusieurs projets ; ces projets doivent-êtré sélectionnés sur la base de critères et selon un procédure préalablement définis et publiés sur le site.

Les conditions d'accès et d'exercice du statut de CIP sont objectivement et somme toute peu contraignantes comparées à celles régissant le PSI (agrément par l'ACPR dont la délivrance est subordonnée à des conditions contraignantes en termes de ressources humaines et de moyens financiers, notamment la justification d'un capital minimum, une organisation comptable et financière, un dispositif de conformité...etc.).

Quant aux obligations qui régissent le statut de CIP, les « Règles de bonne conduite », encore une fois l'objectif était de conserver une certaine souplesse afin que le CIP ne soit pas submergé par des contraintes trop importantes et cela se voit de prime abord dans l'appréciation plus souple de l'obligation de recommandation personnalisée et des modalités du test d'adéquation à la charge du CIP. Passé cela, les règles de bonne conduite sont assez similaires à celles régissant le statut de PSI et, de ce point de vue, l'Ordonnance semble un peu redondante.

³¹ Financer une entreprise par le crowdfunding : les nouvelles règles du crowdfunding, D. STUCKI, EYROLLES, RB éd., p. 133.

³² Article L. 547-2 Code monétaire et financier et L. 512-1 Code des assurances.

³³ Article L. 547-1-I Code monétaire et financier renvoyant à l'article 325-32 RGAMF.

Si une obligation de réaliser un test « d'adéquation » préalable à tout investissement pèse également sur le CIP³⁴, il convient de préciser que ce test est en réalité plutôt assimilable à un test d'appropriation de sorte que l'interprétation extensive retenue quant aux diligences que doivent accomplir les PSI réalisant un service de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement pour se conformer à leurs obligation n'est pas transposable au CIP.

La différence émane des contours de la mission même du CIP. En effet, dans la pratique, l'activité du CIP s'écarte sensiblement de celle des PSI réalisant un conseil en gestion privée auprès de particuliers et pour lesquels un diagnostic client suivi d'une recommandation personnalisée formalisée dans un rapport portant sur un produit financiers spécifique se justifie. Rappelons que le service de conseil en investissement est défini par l'article 314-51 du Règlement général de l'AMF comme le fait de fournir des recommandations personnalisées à un tiers, soit à sa demande, soit à la demande de l'entreprise qui fournit le conseil, concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers. Selon l'article 315-43 du Règlement général de l'AMF encore, une recommandation est personnalisée lorsqu'elle est adressée à une personne en raison de sa qualité d'investisseur ou d'investisseur potentiel, ou de sa qualité de représentant d'un investisseur ou investisseur potentiel. Dans le cadre du crowdfunding, l'utilisation du canal Internet tend à exclure la recommandation personnalisée. En effet, une recommandation n'est pas réputée personnalisée si elle est exclusivement diffusée par des canaux de distribution ou destinée au public³⁵. Le CIP ne réalise pas de recommandation personnalisée et formalisée auprès de l'investisseur portant sur une seule offre mais permet aux internautes de formuler un choix au sein d'un panel de plusieurs entreprises susceptibles de les intéresser grâce à une présentation claire, équilibrée et cohérente des différentes sociétés candidates à une émission. Au total, si l'échange du client avec le prestataire de services d'investissement ne débouche pas sur une recommandation personnalisée concernant un instrument financier déterminé, il ne s'agit pas d'un service de conseil en investissement, mais d'une information. Le service de conseil en investissement, recommandation personnalisée, concerne donc la réponse à une diversité de questions. Il peut intervenir à la suite d'une observation générale, par exemple, « je viens d'hériter d'une somme d'argent » ou « je viens d'avoir une prime que je souhaiterais placer », « je voudrais m'assurer que mon épargne est placée sur des produits qui rapportent

³⁴ Article L. 547-9, 2° et 6° Code monétaire et financier.

³⁵ Article 314-43 RG AMF.

suffisamment ». Il peut aussi résulter d'une demande précise, comme « sur quelles actions ou sur quels produits clairement identifiés puis-je investir quelques milliers d'euros ? ».

Comme indiqué supra, le prestataire est tenu, dans ce cas, à procéder à un test d'adéquation pour émettre sa recommandation personnalisée.

Si ce n'est pas le cas, si l'on s'inspire de la directive MIF, le CIP ne devrait procéder qu'à un test du caractère approprié. Dans ce cas, les obligations à la charge de l'intermédiaire sont moindres que dans le test d'adéquation déjà décrit. Ce dernier doit s'enquérir seulement de l'expérience et des connaissances du client en matière d'investissement pour vérifier que le produit envisagé lui convient. Il en découle que l'investisseur en financement participatif, déçu du rendement de son investissement, ne devrait pouvoir agir contre le CIP que s'il peut établir cumulativement non seulement que son investissement ne s'inscrivait pas dans le cadre de son domaine d'expertise propre et n'était pas conforme à ses objectifs, mais également qu'il n'a pas été informé, via le site, des risques encourus préalablement à sa souscription. Le risque de voir sa responsabilité engagée s'en trouve fortement réduit, d'autant que, en raison de l'utilisation du canal Internet, le CIP ne pourra, dans la majorité des cas, vérifier l'exactitude des informations communiquées par le client sur son profil³⁶.

En tout état de cause, le CIP doit « s'enquérir auprès de ses clients ou de ses clients potentiels de leurs connaissances et de leur expérience en matière d'investissement ainsi que de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement, de manière à s'assurer que l'offre proposée est adaptée à leur situation » et cela de manière à « leur conseiller plusieurs offres de titres (...) sélectionnés sur la base de critères préalablement définis et publiés sur leur site internet ». Cette condition ne constitue pas une contrainte trop importante, en pratique le CIP fera remplir un questionnaire en ligne à l'investisseur internaute.

Une autre obligation est particulièrement intéressante à souligner, une obligation d'information et de transparence, tout comme pour le PSI qui exerce une activité de conseil en investissement via le canal d'Internet. Le CIP a pour obligation de mettre en garde les clients ou clients potentiels des risques auxquels ils s'exposent avant de leur donner accès au détail des offres sélectionnées, il doit également communiquer aux clients d'une manière appropriée la nature des prestations fournies aux émetteurs de titres financiers et les frais s'y rapportant ainsi que la nature juridique et l'étendue des éventuelles relations entretenues avec les

³⁶ Anne Simonet, « financement participatif, le cadre légal en voie de régulation », Agefi Actifs.

émetteurs³⁷. Le Règlement général de l'AMF vient préciser cette obligation d'information et de transparence en prévoyant que le CIP doit mettre en ligne, de manière visible et facilement accessible, sur les pages de son site Internet les mentions suivantes : dénomination sociale, adresse du siège social, statut de conseiller en investissements participatifs et numéro d'immatriculation au registre unique des intermédiaires ; l'identité de l'association professionnelle à laquelle il adhère ; il doit également avertir les clients sur les risques afférents aux types spécifiques de titres financiers offerts et en particulier le risque de perte totale ou partielle de capital et le risque d'illiquidité³⁸. Les offres présentées ne faisant pas l'objet d'un prospectus visé par l'AMF, le CIP doit en outre, préalablement à toute souscription, informer l'investisseur potentiel sur l'émetteur et son activité³⁹.

Toutefois il est important de comprendre que seul l'émetteur est responsable de la complétude, de l'exactitude et du caractère équilibré des informations fournies. Le CIP est simplement chargé de contrôler la cohérence, la clarté et la caractère équilibré de ces informations⁴⁰. Il n'a pas à vérifier leur exactitude ou le caractère complet qu'il ne peut, en pratique, valider. Au plus devra-t-il avertir les investisseurs de l'absence de prospectus visé par l'AMF. Précisons que, lorsqu'il met en place un véhicule d'investissement (holding) dédié à la souscription à l'offre, le CIP doit communiquer sur son site les informations ci-dessus relatives à la société holding⁴¹.

La troisième obligation qui ressort particulièrement de l'Ordonnance est celle de diligence dans la sélection des dossiers. En effet, les CIP doivent exercer leur activité « avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent au mieux des intérêts de leurs clients, afin de leur conseiller plusieurs offres de titres (...) sélectionnés sur la base de critères préalablement définis et publiés sur leur site Internet »⁴². La lettre du texte semble mettre à la charge du CIP une simple obligation de moyens dans le cadre de la sélection des dossiers. Cela étant, il devra réaliser des due diligence pour vérifier la réunion de certains prérequis avant de présenter le dossier sur la plateforme.

³⁷ Article 547-9, 5° et 7° Code monétaire et financier.

³⁸ Article 325-35 RG AMF.

³⁹ Article 217-1 RG AMF.

⁴⁰ Financer une entreprise par le crowdfunding : les nouvelles règles du crowdfunding, D. STUCKI, EYROLLES, RB éd., p. 137.

⁴¹ Article L. 547-9, 9° Code monétaire et financier.

⁴² Article L. 547-9, 2° Code monétaire et financier.

Enfin, il apparaît que les CIP doivent-être dotés de ressources et procédures nécessaires pour mener à bien leurs activités⁴³. Il s'agirait simplement d'être doté d'infrastructures garantissant un fonctionnement continu du site Internet et d'outils d'archivage sécurisés.

Pour conclure sur ce statut de CIP, il est possible de retenir qu'il est taillé sur mesure pour les plateformes de crowdfunding. Il apporte une certaine souplesse au régime applicable aux plateformes de financement participatif dès lors qu'elles seront dispensées d'agrément de l'ACPR et, en outre, que le test d'appropriation qu'elles doivent réaliser met à leur charge des obligations moindres que celles qui sont imposées au PSI dans le test d'adéquation, d'autant que le risque de voir leur responsabilité engagée est, lui aussi, amoindri. Passé cela, les règles de bonne conduite, notamment les règles d'information et de transparence, sont assez classiques et se retrouvent dans les autres statuts de services d'investissement. Obstacle éventuel au développement du statut : le décret du 16 septembre 2014⁴⁴ limite le champ d'application des activités des CIP en restreignant aux seules actions ordinaires et obligations à taux fixe les titres financiers éligibles à son intervention d'intermédiaire. Cette limitation est d'autant moins compréhensible que nombre de jeunes sociétés, qui constituent l'essentiel des cibles des plateformes de crowdfunding, ont régulièrement recours à l'émission de titres donnant accès au capital tels que des obligations convertibles ou des bons de souscriptions d'actions⁴⁵.

B) Un statut voulu pluridisciplinaire et permettant l'exercice d'autres activités en matière de financement.

Le statut de CIP permet la prestation complémentaire de prise en charge et suivi des bulletins de souscription (1). D'autres prestations seront également possibles en cumulant le statut de CIP avec celui d'Intermédiaire en financement participatif (2).

⁴³ Article L. 547-9, 3° Code monétaire et financier.

⁴⁴ Décret n°2014-1053, 16 sept. 2014, JO 17 sept.

⁴⁵ RLDA, collection LAMY, n°99, décembre 2014, p. 27, « La publication du décret relatif au financement participatif parachève le dispositif français du crowdfunding », G. CHAVANET.

1) La prestation complémentaire de prise en charge et suivi des bulletins de souscription.

Conformément à l'article 325-50 du Règlement général de l'AMF, le conseiller en investissements participatifs peut fournir une prestation de prise en charge et de suivi des bulletins de souscription. Cette prestation est formalisée par voie de convention précisant notamment les obligations du conseiller en investissements participatifs et les frais facturés. Dans ce cadre, il recueille notamment les données personnelles concernant les souscripteurs et les transmet à l'émetteur en vue de l'inscription dans les registres de celui-ci. Aucun agrément ne lui sera imposé dès lors qu'il n'effectuera pas une activité de placement non garanti ou de réception-transmission d'ordre pour compte de tiers. Rappelons que le placement non garanti se définit comme le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers sans lui garantir un montant de souscription ou d'acquisition. Quant à la prestation de réception-transmission d'ordres pour compte de tiers, il s'agit de recevoir et de transmettre à un PSI ou à une entité relevant d'un Etat non membre de la Communauté européenne et non partie à l'accord sur l'Espace économique européen et ayant un statut équivalent, pour le compte d'un tiers, des ordres portant sur des instruments financiers⁴⁶. Le CIP, pour ne pas être soumis à agrément, devra donc se limiter à l'édition et la mise en ligne sur son site des bulletins de souscription, à la réception et le stockage des formulaires signés par les investisseurs ayant utilisé sa plateforme ainsi que la transmission desdites souscriptions à l'émetteur et à la confirmation, au client, de la suite donnée à sa demande. Le CIP ne pourra pas collecter les sommes versées par ses clients et correspondant au montant libéré de leur apport. Pour ces services, il faudra recourir à un tiers agréé.

Quant à la forme que prend ce service, il reviendra au conseiller en investissements participatifs de mettre en place une procédure fixant les modalités de prise en charge et de suivi du bulletin de souscription, notamment en cas de sur souscription. Cette procédure prévoit l'horodatage des bulletins de souscription lors de leur réception.

⁴⁶ Article L. 321-1 et D. 321-1 Code monétaire et financier.

Comme pour l'activité principale du CIP, le conseil en investissement, on retrouve des règles de bonne conduite avec notamment une obligation de diligence et professionnalisme dans le traitement des bulletins de souscription.

Le statut de CIP permet donc de traiter un large pan des services d'investissement et d'offrir aux clients des plateformes des prestations complémentaires. En cela le statut de CIP est particulièrement attrayant et semble favoriser le développement de l'activité de crowdfunding des plateformes. Mais le statut de CIP ne permet pas uniquement d'offrir que des prestations complémentaires, il permet également d'exercer l'activité d'intermédiation en financement participatif puisque l'Ordonnance permet le cumul des deux activités.

2) Le cumul possible du statut de conseiller en investissements participatifs avec celui d'intermédiaire en financement participatif.

L'Ordonnance du 30 mai 2014 pose une passerelle entre l'activité d'intermédiation sur des offres de titres financiers et le financement participatif sous forme de prêts ou dons.

L'article L. 547-1-III inséré dans le Code monétaire et financier prévoit cette passerelle en disposant que les CIP peuvent être intermédiaires en financement participatif à la condition de ne pas fournir de services de paiement. Cela a l'avantage de permettre aux plateformes de crowdfunding de proposer aux investisseurs et aux entreprises d'autres types de financement que des émissions de titres financiers, à la condition toutefois de ne pas fournir de services de paiement.

Le statut d'intermédiaire en financement participatif (IFP) a l'avantage de bénéficier d'une dérogation, véritable entorse au monopole bancaire. En effet, l'article L. 511-5 dispose qu'il est interdit à toute personne autre qu'un établissement de crédit ou une société de financement d'effectuer des opérations de crédit à titre habituel. Il est, en outre, interdit à toute personne autre qu'un établissement de crédit de recevoir à titre habituel des fonds remboursables du public ou de fournir des services bancaires de paiement. L'article L. 511-6, 6° du même code prévoit la dérogation au monopole bancaire pour les personnes morales qui consentent des prêts participatifs. L'IFP peut bénéficier, en outre, d'un régime prudentiel allégé des établissements de paiement mais dans la pratique les plateformes de crowdfunding préféreront

recourir aux services de prestataires externes car la technique de gestion du flux financier se situe à la périphérie du métier d'intermédiaire en crowdfunding⁴⁷.

L'Ordonnance du 30 mai 2014 met en place un dispositif plutôt favorable au développement du financement participatif. Les plateformes voient leur statut officialisé et les contours de leur intervention précisés. Pour ce qui est des plateformes Internet, le pari est réussi, la législation est en effet en mesure d'accompagner le développement du crowdfunding en France. Qu'en est-il du côté des émetteurs, les porteurs du projet ? L'Ordonnance du 30 mai 2014 favorise-t-elle le recours au financement participatif en capital par les entrepreneurs ?

II – Une structuration complexe de l'entreprise financée et un régime juridique demeurant lourd pour les porteurs du projet bien que ponctuellement dérogatoire.

La société émettrice de titres et qui entend les proposer au public se place, en France et dans certaines conditions, sous le régime des offres au public de titres financiers. Ce régime est particulièrement lourd et contraignant. Susceptible de constituer un frein au développement du financement participatif dans sa branche crowdfunding, ce régime a été aménagé en conséquence (A). Le terrain est donc dorénavant plus propice au développement du crowdfunding et d'autres questions d'ordre plus pratique apparaissent alors. Comment organiser la société émettrice ? La question de la gouvernance, dans le cadre d'une entreprise financée par le biais du financement participatif, revêt un caractère de premier ordre. Ce mode de financement ayant pour caractéristique un nombre démultiplié d'investisseurs, il convient de prévoir, avant toute ouverture du capital social, une architecture structurelle permettant une gestion efficiente des participations (B).

A) La contrainte du régime des offres au public de titres financiers en partie surmontée.

Certains émetteurs offrant des titres de capital et des titres de créance au public sont soumis à la réglementation française sur les offres au public de titres financiers. En communiquant, à

⁴⁷ Financer une entreprise par le crowdfunding : les nouvelles règles du crowdfunding, D. STUCKI, EYROLLES, RB éd., p. 157.

des personnes, sur les conditions d'offres et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire lesdits titres financiers, l'intermédiaire en financement participatif est susceptible de placer sous le régime des offres au public de titres financiers. Ce faisant, il se place sous un régime restrictif et contraignant pouvant mettre à mal son opération et l'exposant à de lourdes sanctions (1). Conscient que ce régime était de nature à constituer un obstacle au développement du financement participatif, le gouvernement a entendu apporter des solutions pragmatiques, notamment en relevant le seuil de déclenchement du régime des offres au public de titres financiers (2).

1) L'obligation d'établir un prospectus en cas d'offre au public de titres financiers.

La réglementation en vigueur découle du droit européen, plus précisément de la transposition, en droit français, des directives n°2003/71/CE et n°2010/73/UE (dites « Prospectus I » et « Prospectus II ») concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières.

L'article L. 411-1 du Code monétaire et financier dispose que « l'offre au public de titres financiers est constituée par l'une des opérations suivantes :

1. Une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers ;
2. Un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers ».

La définition de l'offre au public de titres financiers (ci après « OPTF ») semble donc, a priori, englober l'activité de crowdfunding. En effet, en tous les cas, le financement participatif par souscription d'actions répond au premier paragraphe de l'article L. 411-1 et, lorsqu'il comporte une activité de placement non garanti, il répond au deuxième paragraphe. Plus encore, il est manifeste que la notion de « communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit » couvre la publicité et le démarchage. L'imprécision autour

du terme « communication » permet aussi d'inclure des modes de sollicitation plus récents⁴⁸, tels internet, messages par téléphonie mobile et donc, a priori, la sollicitation via le canal d'internet si bien que si une plateforme de crowdfunding se livrait à une activité de démarchage, elle serait susceptible d'être concernée par le régime des OPTF.

En réalité, il sera possible d'échapper à la cette qualification dès lors que l'offre viendrait à manquer de précision, dès lors que l'information ne serait pas suffisante. Une simple communication imprécise sur le prix des titres émis serait alors de nature à faire échapper l'émetteur à la qualification d'OPTF et, par corollaire, à sa réglementation particulièrement lourde. Or, comme nous le verrons, cette qualification emporte de lourdes conséquences.

Parmi les conséquences qu'emporte le régime de l'OPTF, la première conséquence à souligner est sans doute la restriction des formes sociales que pourra emprunter l'émetteur⁴⁹. En effet, il est interdit aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la loi de procéder à une offre au public de titres financiers à peine de nullité des contrats conclu ou des titres émis⁵⁰. Or, aucun texte ne prévoit une telle autorisation pour les SNC, les SCS et les SARL. De plus, s'il se déduit des articles L 225-2 et suivants du Code de commerce que les SA et les SCA sont autorisées à procéder à un offre au public de titres financiers, on constate que cette autorisation n'est pas étendue aux SAS : les articles L. 412-2 et L. 412-3 du Code monétaire et financier énoncent des interdictions spéciales de procéder à une telle offre pour les SAS⁵¹

Mais la conséquence majeure qu'emporte le régime de l'OPTF demeure la lourde obligation que constitue l'établissement d'un prospectus. En effet, un prospectus doit-être établi dès lors que la société réalise une opération d'OPTF, qu'il s'agisse d'une offre de titres admis ou non sur un marché réglementé ou d'une demande d'admission sur un marché réglementé⁵². Ce prospectus doit-être publié et tenu à la disposition de toute personne intéressée, il doit-être établi selon certaines règles et soumis au visa de l'AMF ou de l'autorité de contrôle compétente d'un autre Etat membre de l'Union Européenne ou partie à l'accord sur l'EEE le cas échéant⁵³. Ce prospectus reste valable douze mois après l'attribution du visa par l'AMF pour des offres au public ou des admissions aux négociations sur un marché réglementé lorsqu'il a été complété par une note complémentaire dans les conditions de l'article 212-25 du Règlement général de l'AMF. Du reste, au-delà de cette information ponctuelle, c'est le

⁴⁸ Mémento Sociétés commerciales, Francis Lefebvre, 2015, n° 63003.

⁴⁹ Mémento transmission d'entreprise, Francis Lefebvre, édition 2013-2014, n° 67018.

⁵⁰ Art. 1841 du Code civil.

⁵¹ Art. L. 227-2 du Code de commerce.

⁵² Mémento sociétés commerciales 2015, Francis Lefebvre, 46e édition, n° 63060.

⁵³ Art. L. 412-1 CMF ; Art. 211-1 s RGAMF.

type de marché financier sur lequel les titres d'un émetteur sont négociés qui conditionne le champ des obligations additionnelles qui s'y rattachent. Le Règlement général de l'AMF⁵⁴ définit le type d'informations que doit contenir le prospectus et les différents documents qui le composent. Il doit contenir toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des titres financiers qui font l'objet de l'offre au public, sont nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels des titres qui font l'objet de l'offre, ainsi que les droits attachés à ces titres financiers et les conditions d'émission de ces derniers. Pour les sociétés à faible capitalisation boursière et les PME, ces informations sont adaptées à leur taille et, le cas échéant, à leur historique. Un projet de prospectus doit être déposé en cinq exemplaires et accompagné d'une documentation assez conséquente dont le contenu est déterminé par l'article 1, I de l'instruction AMF 2005-11 du 21 décembre 2005. En cas de première opération d'offre au public, le dossier accompagnant le projet de prospectus ou de document de base comprend, en trois exemplaires, des documents complémentaires de nature juridique, comptable et générale concernant l'émetteur, énumérés à l'article 3 de l'instruction AMF 2005-11 du 21 décembre 2005. Lorsque le dossier est présenté par un intermédiaire, il doit comporter l'indication du responsable avec lequel les services de l'AMF peuvent prendre un contact direct chez l'émetteur⁵⁵.

Outre une documentation juridique et comptable conséquente, le prospectus comprend un résumé qui doit exposer de manière concise et dans un langage non technique des informations clés⁵⁶ fournissant, conjointement avec le prospectus, des informations adéquates sur les éléments essentiels des titres financiers concernés, afin d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans ces titres. Les informations clés sont les informations essentielles et structurées de manière appropriée qui doivent être fournies aux investisseurs afin de leur permettre de comprendre la nature et les risques de l'émetteur, du garant et des titres financiers qui leur sont offerts, et afin de déterminer les offres de titres financiers qu'il convient de continuer de prendre en considération sans préjudice d'un examen exhaustif du prospectus par les investisseurs. Le prix définitif de l'offre et le nombre définitif de titres financiers qui font l'objet de celle-ci peuvent ne pas être inclus dans le prospectus, mais ces

⁵⁴ Art. 212-7 s RGAMF.

⁵⁵ Instruction AMF 2005-11 du 21 déc. 2005, art. 1, II.

⁵⁶ Art. 212-8-1 RGAMF.

éléments doivent-êre déterminables, on doit donc mentionner les critères ou les conditions sur la base desquels ces éléments seront déterminés, ou le prix maximum de l'offre.

Autre élément de rigueur, le prospectus ne peut être mis à la disposition du public que s'il reçoit, au préalable, le visa de l'AMF qui peut exiger la modification de certaines énonciations ou l'adjonction d'informations complémentaires⁵⁷. Par ce visa, l'AMF, au-delà du simple contrôle formel de l'information, certifie qu'ont été vérifiées la pertinence et la cohérence de l'information à publier.

En pratique, le prospectus peut faire plus de deux cents pages et l'obtention de l'AMF peut prendre trois à six mois⁵⁸ de sorte que la réglementation de l'OPTF, particulièrement prohibitive, est de nature à entraver le développement du financement participatif. En effet, le financement participatif s'adressant actuellement à des petites et moyennes sociétés en phase de lancement, de tels délais et l'imprévisibilité qui entoure le prospectus sont de nature à mettre en échec l'entrepreneariat. De plus, les conséquences de l'inexactitude ou du manque de précision des informations fournies sont fortement sanctionnées⁵⁹. En effet, si la violation des dispositions relatives au prospectus n'est pas sanctionnée par la nullité de l'émission, L'AMF peut tout de même infliger aux dirigeants sociaux une sanction pécuniaire dont le montant ne peut pas être supérieur à 100 millions d'euros ou au déculpe du montant des profits éventuellement réalisés⁶⁰.

In fine, si la réglementation en vigueur avant l'Ordonnance du 30 mai 2014 prévoyait d'ores-et-déjà des dérogations à l'obligation de réaliser un prospectus⁶¹, dérogations auxquelles était éventuellement éligible une SAS réalisant des offres inférieures aux seuils de 100.000 ou 5.000.000 d'euros, force est de constater que l'éligibilité à de telles dérogations demeurait toutefois incertaine, renforçant ainsi le sentiment d'insécurité juridique pour les intermédiaires en financement participatif. Il semble que le gouvernement ait pris acte de cette difficulté puisqu'il est venu apporter des réponses concrètes aux attentes des plateformes de crowdfunding.

⁵⁷ Art. L. 621-8 CMF, Art. 212-20 et 21 RGAMF.

⁵⁸ Financer une entreprise par le crowdfunding : les nouvelles règles du crowdfunding, D. STUCKI, EYROLLES, RB éd., p. 34.

⁵⁹ Mémento Sociétés commerciales, Ed. Francis Lefebvre, 2015, n° 63072.

⁶⁰ C. mon. et fin. art. L 621-15, II-c et III-c.

⁶¹ Art. 211-2 RGAMF.

2) Des dérogations à l'obligation d'établir un prospectus instaurant d'avantage de flexibilité pour les porteurs du projet.

Avant l'Ordonnance de 2014, la réglementation française en matière d'OPTF prévoyait déjà quelques cas d'exonération de l'obligation de dépôt d'un prospectus. Ainsi ne constitue pas une offre au public, au sens des articles L 411-3 du Code monétaire et financier et 211-1, II du Règlement général de l'AMF, l'offre :

- de titres financiers inconditionnellement et irrévocablement garantis ou émis par un Etat membre de l'Union européenne ou par un Etat partie à l'accord sur l'EEE ;
- de titres financiers émis par un organisme international à caractère public dont la France fait partie ;
- de titres financiers émis par la Banque centrale européenne ou la banque centrale d'un Etat partie à l'accord sur l'EEE ;
- de titres financiers émis par les OPCVM et certains FIA ;
- de titres de créances négociables d'une durée inférieure ou égale à un an ;
- de titres financiers autre que des titres de capital émis d'une manière continue ou répétée par un établissement de crédit, lorsque le montant total de l'offre dans l'Union européenne est inférieure à 75.000.000 euros, ce montant étant calculé sur une période de douze mois, pour autant que ces titres financiers ne soient pas subordonnés, convertibles ou échangeables et ne confèrent pas le droit de souscrire ou d'acquérir d'autres types de titres financiers et ne soient pas liés à un contrat financier.

Toutes ces dérogations n'ont cependant pas de lien direct avec l'offre qui peut-être émise et proposée à la foule dans le cadre d'une opération de crowdfunding. Cependant d'autres dérogations prévues par la réglementation française étaient de nature à s'appliquer à une telle offre de titres. Ainsi, jusqu'à l'ordonnance de 2014, ne constitue pas une offre au public l'offre qui porte sur des titres financiers que l'émetteur est autorisé à offrir au public et qui satisfait à l'une des conditions suivantes⁶² :

- le montant total de l'offre dans l'Union européenne est inférieur à 100.000 euros ;

⁶² C. mon. et fin., art. L. 411-2, I ; Art. 211-2, 1° à 4°, RGAMF.

- le montant total de l'offre dans l'Union européenne est compris entre 100.000 et 5.000.000 euros et l'offre de titres financiers ne porte pas sur plus de 50% du capital de la société émettrice ;
- pour les titres financiers dont l'admission aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé est demandée, son montant total maximal dans l'Union européenne peut être abaissé à 2.500.000 euros à la demande de l'entreprise de marché qui le gère. S'agissant du cas particulier de l'introduction en bourse par première admission sur le compartiment offre au public d'Alternext Paris, le seuil est fixé à 2.500.000 euros, Nyse Euronext en ayant fait la demande. En revanche toute offre ultérieure d'un montant de plus de 5.000.000 d'euros ou toute offre ultérieure d'un montant compris entre 100.000 euros et 5.000.000 d'euros et représentant plus de 50% du capital de l'émetteur nécessitera l'établissement d'un prospectus ;
- l'offre porte sur des titres financiers qui ne peuvent être acquis que pour un montant, par investisseur et par opération, supérieur à 100.000 euros ;
- la valeur nominale unitaire des titres financiers est supérieure ou égale à 100.000 euros.

Le plafond instauré à 100.000 euros cantonnait donc l'hypothèse à une opération de financement de petite envergure. En outre, la marge laissée entre 100.000 et 5.000.000 d'euros aurait pu être avantageuse si elle n'avait pas été conditionnée au financement de moins de 50% du capital de la société financée.

L'Ordonnance du 30 mai 2014 relève le seuil de déclenchement du régime de l'OPTF à 1.000.000 d'euros dans certaines conditions⁶³. En contrepartie, l'émetteur doit rendre public certaines informations. Ainsi, échappe à la qualification d'offre au public l'opération d'émission qui porte sur des titres de capital ou des obligations non admises au négociations sur un marché réglementé ou système multilatéral de négociation et est proposée par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement ou par un conseiller en investissements participatifs par le biais du site Internet du professionnel mettant à disposition les informations suivantes⁶⁴ :

- description de l'activité et du projet de l'entreprise ;

⁶³ C. mon. et fin., art. D. 411-2.

⁶⁴ C. mon. et fin., art. L. 411-2, I bis.

- derniers comptes, éléments prévisionnels sur l'activité et organigramme de l'équipe dirigeante et de l'actionnariat ;
- niveau de participation auquel les dirigeants de l'émetteur se sont eux-mêmes engagés dans le cadre de l'offre proposée ;
- explicatif sur les principaux droits attachés aux titres financiers offerts et aux titres émis par l'émetteur en dehors de l'offre ouverte au public ;
- description des dispositions figurant dans les statuts de la société émettrice ou un pacte extrastatutaire et organisant la liquidité des titres financiers offerts (ou la mention explicite de l'absence de telles dispositions) ;
- conditions de suivi des bulletins de souscription et de mise à disposition d'un justificatif d'inscription en compte des souscriptions dans les livres de la société ;
- description des risques spécifiques à l'activité et au projet de l'émetteur ;
- copie du dernier rapport du/des commissaire(s) aux comptes sur les conventions réglementées.

L'ensemble des informations ci-dessus doit figurer dans un document d'information réglementaire synthétique téléchargeable sur le site et accessible sous un onglet intitulé « Document d'information réglementaire » qui doit être présent sur chaque page du site⁶⁵

Au vu de ces conditions, il est possible de se demander si la mise à disposition d'un simple business plan suffirait à répondre à cette obligation d'information et ainsi échapper au régime de l'OPTF. Ce faisant, l'émetteur entrepreneur économiserait son temps et sécuriserait également sa situation. En tout état de cause, le décret d'application n°2014-1053 du 16 septembre 2014 est venu entériner cette modification, le Règlement général de l'AMF a suivi en homologuant, par arrêté du 22 septembre 2014, la modification⁶⁶.

Le plafond de 1.000.000 d'euros permet d'envisager des financements de plus grande envergure si bien que, alors que l'on qualifie souvent le crowdfunding de simple starter ne pouvant, de fait, concurrencer les investisseurs professionnels tels que les fonds de capital-risque⁶⁷, nous pouvons nous demander si le crowdfunding et notamment sa variante que constitue le crowdfunding ou equity crowdfunding n'est pas en passe de s'imposer comme un moyen principal de financement. Dès lors apparaissent des questions d'ordre plus pratique,

⁶⁵ BRDA 19/14, Ed. Francis Lefebvre, 15 oct. 2014, Inf. 27.

⁶⁶ JO 26 sept. 2014, p. 15653 ; Instruction AMF DOC-2014-12.

⁶⁷ « *Le vade-mecum du crowdfunding* », C. Van Der Broek, Challenges, tribunes, 1er décembre 2014.

et notamment se pose la question de l'organisation de la société émettrice qui sera amenée, de plus en plus, à ouvrir son capital au public.

B) La possibilité de mettre en place une architecture structurelle ad hoc dans l'optique d'une gestion verrouillée et efficiente de la foule.

L'entrée massive de nouveaux apporteurs de capitaux dans l'émettrice est de nature à diluer considérablement les actionnaires dits historiques, les porteurs du projet, et leur faire perdre la majorité absolue des droits de vote aux décisions d'associés. Or si le financement participatif a cet avantage de permettre un financement massif et rapide, il ne s'agirait pas de faire perdre ses moyens à l'équipe fondatrice et porteuse du projet. Cela aurait pour cause l'effondrement du projet et, par corollaire, de la société financée de sorte que la question de la forme sociale et de la gouvernance se trouve au cœur du projet de financement participatif pour les porteurs de projet. Il faut donc prévoir un type de gouvernance permettant à l'équipe fondatrice de s'assurer de rester en place et offrant des garanties de stabilité (1). En outre, il faut s'assurer que la structure mise en place permette une gestion efficace des flux mais également des relations avec les souscripteurs en ce qui concerne l'exercice de leurs droits sociaux mais également dans le cadre d'une éventuelle sortie des actionnaires (2).

1) La mise en place d'une corporate governance permettant une gestion verrouillée de la société financée en vue d'une plus grande stabilité pour les porteurs du projet.

La forme sociale est un élément de premier ordre lorsque l'on entend faire appel au public pour financer une société. Or, sur ce point, on ne peut que constater que la plupart des sociétés financées en crowdfunding ont fait le choix de la société par actions simplifiée (SAS) en raison de sa souplesse. Or rappelons nous que la SAS est une forme sociale normalement exclue du droit de proposer une offre de titres financiers au public⁶⁸. Contrairement à ce qui a été parfois indiqué, la SAS n'aura pas la possibilité, au sens juridique, de réaliser une « offre au public » d'actions. En effet, il s'agira d'opérations qui, au sens du I de l'article L. 411-2 du

⁶⁸ Art. L. 227-2 Code de commerce.

code monétaire et financier et de l'article 211-3 du règlement général de l'AMF (RGAMF), ne constituent justement pas une offre au public. Il s'agit néanmoins d'une évolution majeure. En effet, l'article L. 227-2 du code de commerce avait prudemment interdit aux SAS de faire des offres aux investisseurs individuels en utilisant l'exemption liée au montant de l'offre. La réforme réalisée par l'ordonnance du 22 janvier 2009, qui avait permis aux SAS de faire coter des titres autres que des actions sur un marché réglementé, de recourir à certains placements privés et d'être admis sur un système multilatéral de négociation, avait laissé subsister cette interdiction. Or, il est clair que dans le cas du Crowdfunding les offres toucheront un public très large. Cette évolution, même si elle constitue un nouvel hommage rendu à la flexibilité de la SAS, n'est pas sans danger. En effet, même s'il existe un courant doctrinal qui semble favorable à permettre à la SAS de faire de véritables offres au public d'actions, cette possibilité ne doit absolument pas être reconnue en dehors du cas hybride du Crowdfunding. Comme l'ont montré les débats à l'occasion du colloque de janvier 2014 sur le vingtième anniversaire de la SAS, il n'est pas souhaitable que la SAS soit autorisée à faire des offres publiques d'actions. Le risque serait une banalisation de la SAS, qui attirerait alors à elle le même type de rigidités que la société anonyme au nom de la protection de l'épargne. L'avantage de la souplesse de la SAS serait perdu. La SAS ne doit donc pas pouvoir recourir à l'offre au public d'actions, afin de ne pas attirer le législateur, comme le paratonnerre la foudre. Cependant, cette forme sociale pourra être utilisée lorsque le seuil dérogatoire de l'OPTF n'est pas franchi et que, en conséquence, l'opération est exemptée du dépôt de prospectus. En effet, l'Ordonnance du 30 mai 2014, en autorisant les SA à effectuer des opérations visées au I bis de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier, relatif au nouveau seuil dérogatoire, permet le choix de la SAS pour procéder à une offre au public jusqu'à 1.000.000 d'euros. Il s'agit d'une évolution par rapport au projet de réglementation présenté fin septembre qui limitait le Crowdfunding aux sociétés anonymes. Afin d'assurer justement une protection satisfaisante des investisseurs, le législateur a donc été amené à créer un statut spécial pour la SAS qui a recours au Crowdfunding. Il existera donc désormais deux types de SAS⁶⁹. Ainsi, un nouvel article L. 227-2-1 du code de commerce dispose que « I. - Par dérogation aux articles L. 227-1 et L. 227-9, lorsqu'une société par actions simplifiée procède à une offre définie au I bis de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier : « 1° Les articles L. 225-122 à L. 225-125 sont applicables (dispositions relatives au droit de vote proportionnel au capital et aux droits de vote double) ; « 2° Les articles L. 225-96 à L. 225-98

⁶⁹ *Le nouveau régime du financement participatif (crowdfunding)* – Pierre-Henri Conac – Rev. sociétés 2014. 461.

sont applicables (compétences de l'assemblée générale extraordinaire et ordinaire) ; « 3° Le troisième alinéa de l'article L. 225-105 est applicable (délibérations uniquement sur l'ordre du jour et droit de révoquer les dirigeants même si cela n'a pas été inscrit à l'ordre du jour) ; « 4° La convocation des associés est faite dans les formes et délais fixés par décret en Conseil d'État. Toute assemblée irrégulièrement convoquée peut être annulée. Toutefois, l'action en nullité n'est pas recevable lorsque tous les actionnaires étaient présents ou représentés. « II. - Lorsque la société qui procède à l'offre a pour objet de détenir et de gérer des participations dans une autre société, les dispositions du I sont également applicables à la société dans laquelle elle détient des participations ». L'Ordonnance ne résout donc pas la difficulté pour les SAS non éligibles à cette exemption.

Toujours est-il que c'est sa liberté statutaire qui va permettre de verrouiller le pouvoir des actionnaires historiques. En effet, le Code de commerce ne régleme que très peu la SAS de sorte qu'aucune condition particulière n'est prescrite par la loi pour l'exercice d'un mandat de président ou de directeur général de SAS et les statuts déterminent librement les règles applicables à leur désignation et à leur révocation (organe compétent, majorité, quorum)⁷⁰. Ainsi, l'équipe fondatrice peut s'assurer le maintien du mandataire social en insérant dans les statuts des conditions particulières nécessaires pour endosser le rôle de président ou directeur général telles que l'entrée dans la société en tant que fondateur ou la justification d'une compétence technique particulière⁷¹. Plus encore, il conviendra, pour s'assurer d'une stabilité certaine, de prévoir une majorité renforcée dans le vote impactant les droits essentiels des actionnaires fondateurs (modification de clauses statutaires déterminées, nomination ou révocation des dirigeants). En effet, à l'exception de certaines délibérations limitativement énumérées qui imposent un vote unanime des associés, les règles de majorité et de quorum sont, en principe, librement déterminées par les statuts. Si on entend encore aller plus loin dans le verrouillage, il est possible d'envisager la création d'actions de préférence en faveur d'associés ou groupes d'associés nominativement désignés. Afin d'éviter une trop grande immixtion des investisseurs dans la gestion voire une éviction des mandataires sociaux historiques, il peut-être envisagé de distinguer les prérogatives des associés selon la catégorie d'action qu'ils détiennent et de supprimer le droit de vote des actions émises au profit des nouveaux souscripteurs. Les SAS peuvent en effet émettre des actions de préférence, avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature à titre temporaire ou

⁷⁰ Art. L. 227-5 Code de commerce.

⁷¹ « *La SAS, clauses statutaires relatives au pouvoir* », D. Stucki, Juris-Class. Sociétés formulaire, 31 mai 2000.

permanent⁷². Cependant cette possibilité est limitée par la loi car elle prive les investisseurs d'une prérogative politique essentielle attachée à leur qualité d'actionnaire. Ainsi, les droits de préférence sans droit de vote ne peuvent représenter plus de la moitié du capital social de la société après constatation de l'augmentation de capital résultant de leur émission sous peine d'annulation. Une alternative est alors possible en prévoyant la création, au profit des actionnaires historiques, porteurs du projet, d'actions à droits de vote multiples.

Il faudra toutefois prendre garde sur la création de droits de vote double car il semble que les SAS désirant profiter du relèvement du seuil de l'OPTF doivent accorder à leurs associés un droit de vote égal pour chaque action, à l'exception de celles disposant, en raison de leur inscription au nominatif depuis deux ans au moins, d'un droit de vote double⁷³. Il y aurait donc là un choix à faire entre verrouillage de la société financée en échappant à la contrainte du dépôt de prospectus, et la situation inverse. En tout état de cause il semble que l'équipe fondatrice n'ait pas à craindre un grand risque de voir leur pérennité menacée dès lors qu'un contrôle effectif de l'équipe dirigeante par des investisseurs « dormants » ou éloignés du quotidien de l'entreprise sera souvent illusoire⁷⁴.

Alors que l'on se dirige quasi-automatiquement vers la SAS dans les opérations de financement participatif et que, de manière générale, la SAS connaît un engouement tout particulier, il est possible de se tourner vers d'autres formes sociales qui auront, elles aussi, des avantages à faire valoir lorsque l'on envisage de financer sa société via le crowdfunding. L'avantage principal de la société en commandite par actions réside dans la différence qui y est faite entre deux catégories d'actionnaires. Dans cette forme sociale, on distinguera les actionnaires dits commandités et les actionnaires commanditaires. Si les premiers voient leur responsabilité engagée de manière solidaire et indéfinie, les seconds souffrent une exposition financière moindre car leur responsabilité est limitée au montant de leurs apports. La deuxième catégorie d'actionnaires permettrait d'y inclure tous les investisseurs participants qui ne voient dans la société qu'un investissement financier et qui n'ont pas vocation à participer à la gestion quotidienne. La catégorie des commandités, en revanche, serait alors réservée aux porteurs du projet. Si la société en commandite par actions suppose un conseil de surveillance pour contrôler la gestion, il est possible d'organiser librement les conditions de

⁷² Art. L. 228-11 Code de commerce.

⁷³ Art. L. 225-122 Code de commerce par renvoi de l'art. L. 227-2-1, I, du même code.

⁷⁴ Financer une entreprise par le crowdfunding : les nouvelles règles du crowdfunding, D. STUCKI, EYROLLES, RB éd., p. 78.

tenue et les modalités de quorum et de majorité. En outre, si les commanditaires disposent des mêmes droits politiques que tout actionnaire d'une société anonyme par exemple, la différence de la société en commandite par actions réside dans le fait que les résolutions adoptées au niveau des commanditaires requièrent, le plus souvent, une confirmation par décision des commandités. Cela présente donc l'avantage de garantir au cercle limité des commandités une maîtrise de la direction de la société, tout en permettant à cette dernière de faire appel à des capitaux extérieurs en offrant des prérogatives politiques minimales aux investisseurs. La société en commandite par actions peut donc constituer une alternative viable à la SAS.

La question de la corporate governance évacuée, il convient de s'interroger sur la gestion administrative et du back-office. Le financement participatif faisant appel à un nombre élevé de participations, cela peut vite s'avérer problématique surtout pour les plus petites des sociétés financées, a fortiori pour les start-up, qui ne sont pas souvent en mesure de gérer un nombre démultiplié d'actionnaires. Au surplus, il convient d'anticiper, dès le tout début du projet, la sortie des actionnaires.

2) La mise en place d'une gestion efficiente des relations souscripteurs et des flux post-opération.

Le nombre élevé d'actionnaires que suppose le crowdfunding est susceptible de poser problème dans les plus petites sociétés qui ne sont pas initialement prévues pour recevoir un nombre aussi important d'actionnaires. La première complication apparaît avec l'organisation des assemblées générales. Inutile de préciser qu'avec un actionnariat aussi large et disparate, toute participation effective aux délibérations collectives de la société est illusoire. Faisant appel à l'ingénierie juridique, il est cependant possible d'envisager des montages de nature à limiter la contrainte du grand nombre d'actionnaires dans une petite société.

Le montage le plus courant et le mieux maîtrisé demeure le holding ad hoc. Il permet une centralisation du droit de vote des souscripteurs au sein d'un seul véhicule d'investissement et donc l'avantage d'un interlocuteur unique. De fait les dirigeants de la société financée seront en mesure de négocier les conditions de la prise de participation au nom de tous. Autre avantage conféré par le holding : pour les opérations dans lesquelles la société financée dispose d'un pacte restreignant la liberté de transfert des titres, la centralisation des actions au

sein du holding prémunit l'émetteur contre une violation, par les investisseurs, des règles applicables⁷⁵. Cette organisation se montre vite nécessaire lorsque l'on envisage le travail important que représenterait la gestion du back-office post-opération si les dirigeants devaient avoir pour interlocuteur l'ensemble des investisseurs. Le back-office post-opération consiste en effet dans la prise en charge des transactions après la souscription, or cela peut aller du contrôle des souscriptions (s'assurer de la conformité matérielle des bulletins de souscription avec les règles applicables), à la vérification des versements (vérifier la cohérence des sommes versées par chaque investisseur avec les documents matérialisant son engagement) et jusqu'à la comptabilisation des opérations et la mise à jour de la situation des investisseurs. En présence d'un nombre élevé d'investisseurs, les diligences de contrôle et de comptabilisation des opérations ainsi que de mise à jour des dossiers individuels peuvent représenter un travail considérable. De même, le traitement des flux et le suivi du stock de produits financiers en cours de vie sociale peut s'avérer être une tâche herculéenne face à un nombre trop important d'actionnaires : si on prend l'exemple des seules actions, dépendent de l'intervention et des diligences de l'émetteur le versement de dividendes, l'exercice de droits de votes ou de droits de souscription, cession ou rachat de titres, division du nominal, fusion, scission...etc. Si, de surcroît, un pacte prévoit des règles particulières de réalisation de ces opérations (clause d'agrément ou de préemption), leur exacte application imposera une rigueur et une réactivité redoublées, voire une forte technicité juridique lorsque leur interprétation est délicate⁷⁶.

Toutefois il n'y a pas de miracle et le holding n'est finalement qu'un mirage dès lors que, s'il permet d'alléger le travail de back-office et de suivi des flux du porteur de projet en lui conférant un interlocuteur unique, il reporte la charge de ce traitement sur le véhicule d'investissement.

Etablir une gestion post-opération efficace passe aussi par la nécessité de réduire le travail de back-office. Or chaque sortie et entrée d'actionnaire entraîne des contraintes de back-office parmi lesquelles, notamment, la mise à jour du registre des mouvements de titres. Pour limiter ces contraintes, il est alors possible de limiter contractuellement les transferts en passant par une clause d'inaliénabilité partielle ou totale ou par une clause d'agrément ou de préemption.

⁷⁵ Financer une entreprise par le crowdfunding : les nouvelles règles du crowdfunding, D. STUCKI, EYROLLES, RB éd., p. 95.

⁷⁶ Financer une entreprise par le crowdfunding : les nouvelles règles du crowdfunding, D. STUCKI, EYROLLES, RB éd., p. 93.

Au contraire, dans une optique de gestion efficace des flux post-opération, il est possible de favoriser la liquidité des participations. En effet, de l'aveu de François Carbone⁷⁷, caractérisés par un défaut de marché acheteur naturel, les actifs acquis par les investisseurs en finance participative souffrent d'illiquidité durable. Outre le manque de marché secondaire, le défaut de rendement des jeunes entreprises financées participe à cette illiquidité générale. Il est pourtant dans l'intérêt de l'équipe dirigeante de pouvoir, à terme, prévoir une sortie des investisseurs et le rachat des titres. On peut alors songer à recourir aux garanties contractuelles imaginées initialement par les professionnels du capital-risque, par voie de pacte d'actionnaire, pour organiser la liquidité des titres de capital. Dès lors, on aura au préalable prévu un horizon de placement à l'échéance duquel la société et ses dirigeants entreprendront des démarches auprès de tiers en vue de céder l'activité ou les titres sociaux ou d'envisager une introduction en bourse. En vue de renforcer la sécurité de l'équipe dirigeante, on aménagera une option de vente au bénéfice des actionnaires majoritaires à travers une clause de retrait ou, surtout, une clause de cession forcée. Ce faisant, le groupe majoritaire imposera aux minoritaires qu'ils cèdent leurs titres en cas de projet d'acquisition globale de la société par un tiers.

⁷⁷ Conférence Paris I Panthéon – Sorbonne - 10 février 2015 : *Le crowdfunding : une nouvelle source de financement pour l'entreprise ?* François CARBONE, directeur général d'ANAXAGO, vice président de finance participative France.

Conclusion

L'Ordonnance du 30 mai 2014 est une avancée remarquable et indéniable dans le paysage français du financement des entreprises. La création d'un encadrement juridique et la conception de statuts nouveaux adaptés à l'activité de crowdfunding ne peut que servir le développement prochain du financement participatif, notamment dans sa branche d'equity-based crowdfunding qui supposait, auparavant, de revêtir le lourd statut d'intermédiaire en financement bien que cette institution ait fait l'objet, elle aussi, de quelques adaptations. Ce nouveau statut souffre cependant de quelques imperfections. En effet, le décret d'application limite le champ d'application des activités des CIP en restreignant aux seules actions ordinaires et obligations à taux fixe les titres financiers éligibles à son intervention d'intermédiaire. Cette limitation est d'autant moins compréhensible que nombre de jeunes sociétés, qui constituent l'essentiel des cibles des plateformes de crowdfunding, ont régulièrement recours à l'émission de titres donnant accès au capital tels que des obligations convertibles ou des bons de souscriptions d'actions. Mais il ne fait aucun doute que le dispositif en vigueur fera l'objet de révisions qui auront pour but de modeler ce régime à la pratique des professionnels du crowdfunding lorsque l'on disposera d'un retour d'expérience suffisant de la part de ces derniers et des entrepreneurs y recourant.

Reste ensuite à l'entrepreneur de faire les choix les plus judicieux en termes de corporate governance afin de verrouiller la société financée. Nous avons vu que la nouvelle réglementation française relative au crowdfunding permet, dans quelques cas, le recours à la SAS, laquelle forme sociale permettra, du fait de sa souplesse, de modeler une gouvernance de nature à assurer la pérennité de l'équipe fondatrice et de la société. L'Ordonnance facilite également la tâche des entrepreneurs en les exemptant du dépôt de prospectus sous certaines conditions. Le dispositif français est donc indéniablement favorable au développement du crowdfunding. L'equity-based crowdfunding, ou financement participatif en capital, est susceptible de devenir l'un des modes principaux de financement en capital des sociétés à une époque où les réseaux sociaux deviennent le lieu incontournable de la publicité, du marketing mais aussi du commerce. Les réseaux sociaux pourraient alors également devenir le lieu du financement des entreprises.

Références

Ouvrages :

- *Financer une entreprise par le crowdfunding : les nouvelles règles du crowdinvesting*, D. STUCKI, EYROLLES, RB éd. ;
- *Mémento sociétés commerciales 2015*, Francis Lefebvre, 46e édition ;
- *Mémento transmission d'entreprise*, Francis Lefebvre, édition 2013-2014 ;

Articles :

- « *La SAS, clauses statutaires relatives au pouvoir* », D. Stucki, Juris-Class. Sociétés formulaire, 31 mai 2000 ;
- *Le nouveau régime du financement participatif (crowdfunding)* – Pierre-Henri Conac – Rev. sociétés 2014. 461 ;
- BRDA 19/14, Ed. Francis Lefebvre, 15 oct. 2014, Inf. 27.
- « *La publication du décret relatif au financement participatif parachève le dispositif français du crowdfunding* », G. CHAVANET, RLDA, collection LAMY, n°99, décembre 2014, p. 27 ;
- « *Financement participatif, le cadre légal en voie de régulation* », Anne Simonet, Agefi Actifs ;
- « *Commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs, Ordonnance n°2005-648 du 6 juin 2005* », Anne-Marie LEROYER, RTD Civ. 2005, p. 850 ;
- « *L'AMF contrôle l'adéquation du service rendu* », Agefi Actifs, 11 décembre 2013 ;
- « *Financement participatif, le cadre légal en voie de régulation* », Anne Simonet, Agefi Actifs ;
- « *Le vade-mecum du crowdfunding* », C. Van Der Broek, Challenges, tribunes, 1er décembre 2014.