

Etudes et réflexions 2015 numéro 10



## Le financement participatif ou Crowdfunding, quel régime juridique pour cette opportunité économique ? Etude des modèles français et allemands

---

Arthur ROUSSIA\*

Citer cet article : Arthur ROUSSIA, «Le financement participatif ou Crowdfunding, quel régime juridique pour cette opportunité économique ? Etude des modèles français et allemands », Revue générale du droit ([www.revuegeneraledudroit.eu](http://www.revuegeneraledudroit.eu)), Etudes et réflexions 2015, numéro 10.

---

\* Meilleur mémoire, Promotion 2013/2014 Master II Droit des affaires transfrontières, Université de Lorraine et Université de Trèves. Diplômé du CJFA.

Le *crowdfunding* ou financement participatif consiste en la recherche d'un grand nombre d'investisseurs (initialement de l'anglais *the crowd* - la foule, littéralement « le financement par la foule ») qui financent via une plateforme internet dédiée, par de faibles montants cumulés et additionnés, un projet particulier.

Ces projets ont, dans un premier temps, concerné le financement de voyages à caractère humanitaire, de créations d'associations à but non lucratif ; ils ont également pris la forme de mécénats artistiques afin de financer des chanteurs ne trouvant pas de maison de production par exemple, leurs permettant ainsi de réaliser la maquette de leur CD, ou encore de financer le tournage et la production de courts métrages indépendants<sup>2</sup>. En 2012, le marché mondial du *crowdfunding* représentait 2,7 milliards de dollars, répartis ainsi : les arts à 27,7 % ; les causes sociales et humanitaires à 27,4%, le milieu des affaires et entrepreneurial à 16,9 % et enfin le domaine énergétique et environnemental à 5,9 %<sup>3</sup>. Cette répartition s'explique par le financement très local de ce type de projets, permettant aux investisseurs de créer via la plateforme de *crowdfunding* une relation quasi « personnelle » avec le porteur du projet, ce qui conditionne la forte présence des causes sociales et projets humanitaires dans le financement participatif.

Le rapport Massolutions de 2013 sur le *crowdfunding* précise que le financement participatif représente des investissements à hauteur de 5,1 milliards de dollars pour l'année 2013, figurant une hausse de presque 100 % des sommes engagées sur un an, particulièrement dans le milieu entrepreneurial et le financement de petites et moyennes entreprises, PME, et de sociétés en devenir, les « start-up ». Ainsi, la banque J.P. Morgan et le Global Impact Investing Network, GIIN, ont publié un rapport sur l'évolution potentielle du *crowdfunding* et celui-ci devrait représenter un montant avoisinant les 1000 milliards de dollars à l'échelle mondiale pour 2020<sup>4</sup>. C'est pourquoi les Etats ont été contraints de s'intéresser à la question et au régime à appliquer au financement participatif, car ce marché en plein essor pourrait à moyen terme concurrencer des activités réglementées dont les intérêts seront mis en concurrence. Comme le précise Myriam Roussille<sup>5</sup>, le *crowdfunding* a cette

---

<sup>2</sup> JANSEN (Jean David) et PFEIFLE (Theresa), « Rechtliche Probleme des *Crowdfundings* », *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)* 38/2012, p. 1842.

<sup>3</sup> Rapport Massolutions 2013, disponible en ligne sous :  
<http://research.crowdsourcing.org/2013cf-crowdfunding-industry-report>

<sup>4</sup> Rapport J.P. Morgan & GIIN 2013, « Perspectives on Progress - the impact investor survey » disponible en ligne sous :  
<http://www.thegiin.org/cgi-bin/iowa/resources/research/489.html>

<sup>5</sup> ROUSILLE (Myriam), « 3 Questions : Le *Crowdfunding* » in *Juris-Classeur périodique édition Entreprise et Affaires (JCP E)*, n°37, 12 septembre 2013, p. 2195.

tendance à se développer « en marge du système bancaire et financier traditionnel et c'est bien ce qui pose problème ».

Cette technique de financement, directement importée des Etats-Unis suite au succès fulgurant que cette méthode représente, se heurte en Europe à une méconnaissance du système et, partant, au manque de législation à son sujet. En effet, l'utilisation à but économique et lucratif du *crowdfunding* n'est pas originelle et naturelle ; elle oblige les autorités à réfléchir à la place à donner au financement participatif dans une économie de marché ultra-réglémentée, sclérosée et particulièrement peu encline à porter de nouveaux projets depuis les crises successives des *sub-primes* et des dettes souveraines de ces dernières années. C'est ce qu'on appelle le « déficit de financement ». Le financement participatif poursuit ce but clair de « reconnecter l'offre et la demande »<sup>6</sup>. Les banques ne finançant plus les start-up le *crowdfunding* est né de cette situation dans laquelle les entrepreneurs et porteurs de projet avaient besoin de trouver des modes de financement alternatifs. Les projets des entrepreneurs sont considérés comme trop risqués par les banques, ne sont pas de taille et d'une ambition suffisante pour les fournisseurs privés de capital-risque (*Private Equity Funds, Venture Capital Funds*) et paradoxalement pourtant trop importants pour être financés par le cercle familial et social du « futur entrepreneur »<sup>7</sup>. De plus, le « plébiscite » créé sur internet en vue de financer une entreprise permet à celle-ci de cerner la présence ou non d'un marché pour son activité, et ainsi, c'est la viabilité même de l'activité de l'entreprise qui est évaluée. En effet, si l'entreprise ne trouve pas d'investisseurs pour participer à sa création, ni d'investisseurs qui croient en son projet, souhaitant investir et voir le projet se réaliser, alors il n'est que peu probable que cette entreprise ait un succès commercial à l'avenir. Le *crowdfunding* fait donc également office d'outil d'étude de marché et de marketing<sup>8</sup>.

Mais si le financement participatif présente de nombreux avantages en tant que méthode de financement alternative, comme démontré ci-dessus, son caractère novateur et récent - sur le territoire européen tout au moins – conduit à un manque flagrant de régulation jusqu'à cette année, qui pose de nombreuses questions tant

---

<sup>6</sup> FORNER-ORDIONI (Elsa), « *Crowdfunding* : l'important, c'est de participer ! » in Juris-Classeur périodique édition Générale (JCP G) n°48, 25 novembre 2013, 1261 p. 7-8.

<sup>7</sup> KLÖHN (Lars) et HORNUF (Lars), « *Crowdinvesting* in Deutschland » in Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB) 2012, p. 238.

<sup>8</sup> Communication de la Commission au Parlement Européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions – Libérer le potentiel du financement participatif dans l'Union Européenne, disponible en ligne sous : [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication\\_fr.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_fr.pdf)

en droit des sociétés, que dans le cadre de la réglementation applicable et de la protection des investisseurs. En effet, il sera intéressant de s'intéresser successivement au plusieurs niveaux et entités concernés par le *crowdfunding*, à savoir le porteur de projet, la plateforme internet et enfin l'investisseur qui fournit les fonds nécessaires à la réalisation du projet.

Bien conscients de ces soucis de financement, les législateurs nationaux tentent de trouver une solution pour engendrer cette croissance si importante aujourd'hui pour réduire les dettes souveraines nationales et le chômage qui minent l'économie mondiale. C'est ainsi que des programmes de financement sont mis à l'œuvre par les Etats, tels que la Banque Publique d'Investissement en France, créée le 31 décembre 2012, ou le Mikrokreditfonds Deutschland en Allemagne, créé en 2000 et réformé en 2009 pour revêtir sa forme actuelle.

L'Europe aussi s'intéresse au financement participatif à échelle communautaire et incite les Etats membres à prendre position rapidement en matière de *crowdfunding* afin de « libérer le potentiel du financement participatif dans l'Union européenne »<sup>9</sup>, puisqu'il représente la réalisation de 500.000 projets par an à l'échelle européenne<sup>10</sup>. Mais malgré ces initiatives volontaristes, il demeure évident que les financements d'origine publique restent soumis à la problématique pour les Etats de réduire leurs dettes et dès lors de ne pas pouvoir investir de sommes plus importantes dans l'économie des PME. C'est pourquoi le *crowdfunding* pourrait ici trouver toute sa place dans le domaine du financement de ces entreprises de taille limitée. C'est bien ce critère de taille qui a été retenu par l'Union européenne, en souhaitant adapter le financement des « grandes entreprises » aux plus petites, alors que pendant ce temps les Etats-Unis ont visé les entreprises « jeunes » dans le *Jumpstart Our Business Startups Act*<sup>11</sup>, *JOBS Act*<sup>12</sup>. La direction européenne choisie ne correspond donc pas à celle des Etats-Unis d'Amérique; il semblerait que les législateurs européens aient choisi de fonder un *crowdfunding* « à l'européenne » pour mieux se différencier.

Ainsi, le gouvernement français a par exemple décidé de s'intéresser à ce sujet afin de faire de la France un leader en la matière, pendant que l'Allemagne adopte une position plus proche de la qualité de « spectateur », afin d'observer si le *crowdfunding* ne saurait pas s'autoréguler, et surtout, observer les défauts et faiblesses du système.

---

<sup>9</sup> Communication de la Commission au Parlement Européen, *ibid*.

<sup>10</sup> Communication de la Commission au Parlement Européen, *ibid*.

<sup>11</sup> 112th Congress of the United States of America at the second session, Government Printing Office USA, disponible en ligne sous : <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>

<sup>12</sup> KLÖHN (Lars) et HORNUF (Lars), «*Crowdinvesting in Deutschland* », *op. cit.* p. 239.

Le financement participatif ou Crowdfunding, quel régime juridique pour cette opportunité économique ?

Etude des modèles français et allemands

Par conséquent, il est intéressant de s'intéresser aux obligations que les législateurs vont faire peser sur les plateformes de financement participatif, liées à la protection des investisseurs-consommateurs et à la réglementation structurelle et institutionnelle incombant aux plateformes en fonction de leurs activités.

Dès lors, il convient d'observer les différents types de financement participatif qui existent actuellement, d'étudier par voie de conséquence les réglementations y applicables, définies selon les régimes juridiques des diverses sources de levée de fonds, et enfin de dépasser le cadre réglementaire pour observer les garanties fournies aux investisseurs, ainsi que la protection qui leur sera réservée.

La question principale aujourd'hui est de savoir si les solutions apportées - ou non !- à ce jour par les législateurs européens et plus précisément français et allemands prennent et mesurent l'ampleur de l'impact économique qu'est amené à représenter le *crowdfunding*, à savoir 1000 milliards de dollars en 2020 à travers le monde. Ainsi, il nous incombe d'étudier si les régulateurs susmentionnés ont souhaité fournir au financement participatif un cadre dans lequel il pourra se développer, permettant aux plateformes de s'épanouir et de créer richesses et croissance ; ou plutôt lui poser des barrières afin qu'il ne rentre pas en collision avec les sources classiques de financement, dont la législation évolue et a tendance à s'alourdir ces dernières années, dans un but de protection du consommateur. Celles-ci souhaitent également et de manière significative que leurs monopoles acquis soient conservés et voient d'un mauvais œil cette technique moderne de financement dont la nature varie, mais dont les clients potentiels peuvent être communs. Ainsi, l'étude de la forme ( **I** ) que prend le financement participatif, de la réglementation qui lui est appliquée en conséquence ( **II** ) permettra de comprendre quelles dispositions de protection ont été mises en place au profit des investisseurs ( **III** ) de ce financement « 2.0 ».

## **I – NATURE DU FINANCEMENT PARTICIPATIF**

Afin de comprendre les enjeux liés à la nécessité d'une législation concernant le *crowdfunding*, il convient tout particulièrement de s'intéresser dans un premier temps à ses différentes natures et formes. Sans être *ipso facto* un classement chronologique, la présentation ci-dessous des modèles de fonctionnement des plateformes de financement participatif retrace une évolution dans la méthode utilisée par ces plateformes afin d'attirer des investisseurs.

## A – Modèles de financement de droit commun

Il faut, pour comprendre l'essence du *crowdfunding*, s'intéresser aux modèles classiques de financement qui ont été utilisés à la naissance de ce moyen de levée de fonds et qui sont aujourd'hui toujours utilisés. En effet, chaque plateforme choisit et détermine le ou les mode(s) de financement qu'elle souhaite mettre en œuvre, et chacun d'entre eux doit attirer l'attention des observateurs et en particulier des législateurs dans la recherche d'un cadre juridique à lui (leur) appliquer.

### 1) Don et Prévente

Le don a été le premier mode de financement participatif utilisé à grande échelle.

Le but recherché est très simple, les porteurs de projets à vocation plutôt artistique et humanitaire, qui représentent pour rappel plus de 55% du marché du *crowdfunding*, soumettent aux internautes leurs projets, de production de CD, financement de voyages ou d'associations à caractère humanitaire telles que les banques alimentaires ou foyers sociaux, et les internautes « investisseurs » choisissent par bienveillance de participer à la création de projets, souvent géographiquement proches, et à leur soutien financier.

Ainsi, comme tout un chacun est appelé à être démarché dans la rue par des organismes tels que le Sidaction ou l'Unicef afin de participer au financement de ces associations, le *crowdfunding* permet de toucher via internet un panel plus large de donateurs prêts à faire preuve de charité et réaliser une bonne action.

C'est cette recherche de financements à titre gratuit qui a porté les premiers projets de financement participatif à son origine. Des artistes connus en France ont par exemple été financés par des plateformes telles que MyMajorCompany (qui a financé des chanteurs comme Grégoire ou bien Irma), ou encore KissKissBankBank.

Le principe est simple, l'investisseur qui croit en l'artiste et en son projet, peut le soutenir en effectuant un don de modeste envergure. L'addition des faibles dons en provenance des nombreuses âmes charitables permet alors à l'artiste de récolter une somme suffisante pour se produire.

C'est par le biais de ce type de financement que le système de la « prévente » a été créé. En effet, afin d'attirer et de fidéliser d'éventuels fans, les plateformes ont aujourd'hui une approche commerciale de l'investissement. Elles proposent bien souvent un *reward*, un « cadeau », à celui qui apporte des fonds. La nature de ce cadeau dépend du montant alloué au projet, et ainsi, le petit donateur est amené à

recevoir, en cas de succès final du financement, un *reward*, tel que le CD de l'artiste, ou, pour les plus gros donateurs, des places de concert, un entretien personnel avec l'artiste ou toute autre forme de remerciement à caractère commercial. Le point sensible ici est la volonté pour le donateur de ne pas rechercher un gain pécuniaire, mais plutôt une satisfaction personnelle d'avoir soutenu une personne en manque de financement pour son projet. Le cadeau que reçoit le donateur n'est que de nature à l'intéresser, à l'attirer, mais certainement pas à lui fournir un retour financier vis-à-vis de l'argent mis en jeu.

L'intérêt particulier de cette forme participative de réalisation d'un projet se mesure plus dans la quête d'une satisfaction personnelle tirée du caractère philanthropique du projet, que dans la recherche d'un enrichissement. Cet échange est soumis aux dispositions classiques du Code civil, articles 1702 à 1707. Ainsi, les parties ne s'obligent qu'à la réalisation de la prestation principale, à savoir le don « d'une chose pour un autre », Art. 1702 c.civ. En pratique, cet échange sera soumis à la réalisation de conditions, telles que l'atteinte de l'objectif de financement, ou le montant du don réalisé par le donateur etc., ceci ayant pour but de réduire l'obligation du porteur du projet soumis au financement ; en effet, si celui-ci échoue, il ne saurait être attendu du porteur de projet qu'il remplisse son obligation de don de la chose prévue. En pratique, il convient d'ignorer les problèmes qui pourraient être liés à ce modèle de don financier en échange d'un cadeau, puisque le donateur ne poursuit pas un but lucratif et pécuniaire, mais simplement une volonté de soutien en échange d'une gratification morale dans un premier temps, et éventuellement d'un *goodies* au terme de l'avancement du projet.

Notons tout de même la possibilité, pour certains dons, d'être déduits des impôts, tant en France qu'en Allemagne.

Ainsi, l'article 200 du Code général des impôts, CGI, prévoit l'ouverture à déduction à hauteur de 66 % des dons effectués à (i) des fondations ou associations reconnues d'utilité publique, (ii) aux œuvres ou organismes d'intérêt général, (iii) à des associations culturelles ou de bienfaisance, etc... L'exercice du droit à déduction est très encadré et limité notamment à un maximum de 20 % du revenu imposable. Ce droit est limité tant par la nature du destinataire du don, que par le montant même de ce don, et enfin, par l'imposition personnelle du donateur.

Le point essentiel ouvrant droit à l'exercice de cette déduction est la reconnaissance des caractères « d'utilité publique », « d'intérêt général », de « bienfaisance » des destinataires des sommes alloués. On peut donc ici intimement lier le *crowdfunding* et sa volonté philanthropique de soutien aux porteurs de projets, à la volonté française

de soutenir le financement des associations caritatives par exemple. La déduction de ce don est également soumise à l'absence de contrepartie significative, seule la récompense par un « menu bien », dont la valeur n'excède pas le quart du don et pour un montant maximum de 65 euros par an, peut être allouée.

Le modèle allemand répond strictement au modèle français, en ce que les paragraphes 51 et 52 I de l'*Abgabenordnung*, AO, ordonnance générale des impôts, prévoient eux aussi la déductibilité de ce don sous certaines conditions. En effet, la notion de « *gemeinnützige Zwecke* », correspondant à la notion française d'intérêt général, est une condition *sine qua non* quant à la déduction fiscale. Les organismes visés, tout comme en France, sont le mécénat artistique, *Kunst und Kultur*, § 52 II 5, les associations caritatives *Wohlfahrtspflege* § 52 II 9, etc. . En conséquence, le *Schenkungsmodell* allemand est bien le reflet du modèle basé sur le don français, ou le *donation model* anglo-américain. Le simple don étant souvent peu attractif, il est accompagné d'un cadeau, d'une compensation, qui ne sauraient être considérés comme une contrepartie au point de vue fiscal afin de conserver son attrait.

Ainsi, la récompense par le biais d'un CD, d'une place de concert, de *goodies* ( stylos, badges à l'effigie de l'association ...) répond à cette absence de contrepartie au sens fiscal , et c'est ce système que l'on nomme « *reward based crowdfunding* », confondu et combiné avec le système de la prévente, terme sémantiquement mal choisi et fallacieux, en ce que le don versé ne correspond pas forcément à la valeur de l'objet de remerciement et ne peut donc pas être considéré comme une vente, d'autant plus que les parties ne s'entendent pas sur une vente en soi, mais plutôt sur la présence d'un don en retour du don initial.

Les allemands distinguent ici le *Schenkungsmodell* (don), du *Belohnungsmodell* (*reward based crowdfunding*) et du *Subskriptionsmodell* (*pre-purchase model* - prévente)<sup>13</sup>. Cette distinction existe bien évidemment aussi concernant les modes de financement en France, mais elle n'a que peu d'impact sur l'étude du *crowdfunding*, de par la proximité économique des trois modèles.

En effet, la pratique veut que les modèles du *reward* et de la prévente soient confondus, en ce qu'économiquement, le cadeau en retour d'un don ou l'achat d'un produit dont la réalisation est incertaine ne se distinguent que peu. Juridiquement, les fondements divergent et se dissocient quant aux droits et obligations des parties prenantes (ce n'est ici pas le sujet, cf. III).

Dans tous les cas, il est important de noter que ce modèle ne fait l'objet que de remerciements en nature, non conditionnés par la réussite commerciale du projet,

---

<sup>13</sup> KLÖHN (Lars) et HORNUF (Lars), *ibid.*

Le financement participatif ou Crowdfunding, quel régime juridique pour cette opportunité économique ?

Etude des modèles français et allemands

mais seulement par la volonté de l'artiste ou de l'association caritative d'inciter aux dons.

Ce système est à resituer à sa juste place, c'est-à-dire une position marginale dans les systèmes de financement, puisque les investisseurs classiques, eux, ne recherchent pas simplement la présence d'un retour gracieux sur leur mise, mais plutôt un retour financier. Dès lors, la place réservée aux dons dans l'évolution future du *crowdfunding* est à relativiser, il ne semble que peu probable que ce soit cette partie particulière du financement participatif qui voie sa dimension augmenter.

En outre, sa construction juridique ne représente pas une cause d'intérêts particuliers, en ce que le don ne rentre en collision qu'avec peu de réglementations en vigueur, si ce n'est un problème lié à la transmission des fonds (cf. infra II.b).

Un autre modèle de financement « philanthropique » existe lui aussi, c'est celui du prêt à titre gratuit.

## 2) Prêt non rémunéré

Le prêt non rémunéré ne constitue pas non plus une notion juridique trop compliquée et ne pose pas de problèmes particuliers à identifier.

En effet, bien qu'il se distingue du modèle du don observé auparavant, le modèle du prêt non rémunéré, *crowdlending* – ou *Leihmodell*, consiste également en l'octroi de fonds à titre gratuit. En conséquence, le prêteur ne souhaite pas être rémunéré pour l'argent qu'il met à disposition, il souhaite simplement récupérer, à terme plus ou moins long, sa mise de départ. Tout comme l'on peut l'observer pour un prêt entre amis, l'attrait de ce modèle n'est donc pas pécuniaire, mais aussi caritatif. L'argent mis à disposition prend alors la forme d'une créance, et le porteur du projet s'engage en principe à restituer cette somme une fois le projet en fonctionnement. Evidemment, l'octroi de ce prêt rentre dans le cadre contractuel, et les parties sont libres de déterminer les conditions de remboursement de ce prêt, en marge des règles classiques qui gouvernent ce modèle de financement. Les dispositions du Code civil aux articles 1892 à 1904 trouvent alors application. En droit allemand, les paragraphes 598 et s. du BGB sont applicables.

Les obligations des parties feront l'objet d'une étude, afin de déterminer les protections offertes aux investisseurs (cf. infra III)

Il est dès lors loisible au porteur de projet, de soumettre le remboursement des sommes engagées par le prêteur via des plateformes de financement participatif telles BabyLoan ou Hellomerci en France, à la réalisation de telle ou telle condition d'ordre économique, telle que la réalisation d'un bénéfice supérieur à un montant prédéterminé par exemple. Ce remboursement peut également être soumis à des conditions concernant les termes et échéances du remboursement, soit par rentes à intervalles déterminés, ou encore en capital via un versement unique, après l'écoulement d'un laps de temps prévu à l'avance dans le contrat de prêt ou la réalisation d'une condition prévue dans le contrat. La liberté contractuelle, ou « *Privatautonomie* » à l'allemande, rend possible pour les parties de fixer elles-mêmes les conditions d'octroi, de remboursement, de durée (etc.) à donner au prêt.

Cette méthode de financement est aujourd'hui à considérer comme plus ou moins marginale. En effet, il semblerait que les porteurs de projet préfèrent offrir un petit cadeau en remerciement au donateur initial plutôt que de s'astreindre à toute restitution en capital des sommes prêtées. La nature et le but même du *crowdfunding* justifient cet engouement plus certain pour le don récompensé, plutôt que pour la simple restitution de la somme d'argent prêtée. La quête plus ou moins morale de la destination de l'argent occupe une place plutôt maigre réservée à ce type de financement trop peu intéressant pour chacune des parties. En effet, le fournisseur de fonds ne tire pas de satisfaction particulière outre celle d'avoir initialement soutenu un projet entrepreneurial, et l'entrepreneur concerné se doit, lui, de restituer cette somme d'argent selon un échéancier plus ou moins souple.

Les avantages de cette méthode semblent dès lors, dans la constellation actuelle relative au *crowdlending*, plutôt maigres.

Ainsi, les deux modèles à « titre gratuit » de droit commun étudiés correspondent parfaitement au public visé par le *crowdfunding* dans ses prémices, c'est-à-dire un public de donateurs généreux, ne recherchant pas un intérêt mercantile, et simplement motivés par le soutien à apporter à des causes ou des projets d'ordre moral, artistique, caritatif...

La nature même des projets, qui ne se veulent pas d'ordre économique, pousse tout un chacun à penser que la création législative à ce sujet se doit de rester somme toute faible, si ce n'est immobile. En effet, ni les enjeux économiques, ni le fonctionnement juridique de ces modes de financement ne présentent d'intérêts sérieux pour les Etats, et dès lors, afin de conserver l'aspect philanthropique et intuitif du financement de ces projets humanitaires et caritatifs, il conviendrait de laisser inchangée la législation de droit commun relative au don et au prêt d'argent à titre gratuit.

Le financement participatif ou Crowdfunding, quel régime juridique pour cette opportunité économique ?

Etude des modèles français et allemands

Pour autant, l'intérêt nouveau d'un public d'investisseurs pour le financement participatif sous forme d'investissements rentables et lucratifs est à considérer avec plus de précision, en ce que celui-ci est appelé à représenter un flux de sommes importantes à destination de projets clairement commerciaux et dont les buts sont l'investissement et la création de richesses.

L'essor nouveau du *crowdinvesting* est lié à la volonté des petits épargnants/investisseurs de placer leur argent dans « l'économie réelle », de voir leurs placements détenir une fonction concrète et utile permettant de financer de petits projets - contrairement aux institutions bancaires classiques - et ayant un attrait de rentabilité certes faible mais plus réel. Ainsi, ils préfèrent prêter, même à titre gratuit, leurs économies à une entreprise en devenir qui va créer de l'emploi, de la richesse, de la croissance. En effet, la crise de confiance des épargnants vis-à-vis de leurs banques incitent les ménages à ne plus placer leur argent en banque, sans connaître son devenir ni l'utilisation qui en sera faite, mais plutôt de l'investir dans l'économie dite réelle et directe.

C'est ce levier, cette relation directe entre l'épargnant et le porteur de projet, qui est recherché par le système du *crowdfunding*. Comme évoqué auparavant, le but est bien de « reconnecter l'offre et la demande »<sup>14</sup>. La difficulté pour les start-up de trouver des financements adéquats à leur taille et ambition peut trouver une solution certaine par l'usage de plateformes internet de financement participatif.

## **B – Modèles de droit des affaires**

Il convient également de s'intéresser de plus près à des systèmes de financements rémunérateurs pour l'investisseur qui souhaite, par le biais du financement participatif, placer son argent dans une économie lucrative et génératrice de ressources.

Ainsi les possibilités pour celui qui apporte les fonds se résument à l'octroi d'un prêt avec intérêts ou bien de la prise de participation ou souscription à des instruments financiers émis par une société. Ce type de financement n'existait pas à l'origine dans les formes classiques de *crowdfunding/crowdrising*, on pourrait parler d'un financement participatif *sui generis*, créé et conditionné par le marché et les conditions de marché susmentionnées.

---

<sup>14</sup> FORNER-ORDIONI (Elsa), « *Crowdfunding* : l'important, c'est de participer ! », op. cit., p. 7-8.

## 1) Prêt rémunéré

Le prêt bancaire connaît lui aussi un certain recul, les banques hésitant à s'engager aux côtés des entrepreneurs et ces derniers faisant face à une économie réelle sclérosée, il est compliqué pour les deux mondes concernés, à savoir la finance et le milieu entrepreneurial, de s'entendre sur un financement.

En témoignent les taux d'intérêts historiquement bas à l'heure actuelle. Ceci reflète *in concreto* le déficit de financement connu à ce jour.

Celui-ci s'explique aussi par les nouvelles règles imposées aux banques depuis les accords de Bâle III du 16 décembre 2010, qui ont vu les Etats signataires obliger leurs banques à garantir et se doter d'un minimum de fonds propres avant d'exercer toute activité bancaire. En effet, la crise des *sub-primes* de 2008 était en partie due à ce manque de fonds propres et à l'utilisation de produits dérivés pour financer les activités bancaires. L'argent dématérialisé a conduit à une certaine surenchère en termes d'octroi d'argent et de réalisation de profits pour les banquiers, ce qui a mené à l'écroulement du système. Ainsi, les banques ont vu s'appliquer de nouvelles règles de déontologie et la mise en place de réglementations visant à rationaliser le milieu de la finance. Ceci a conduit à une réticence toujours plus importante à financer des entreprises qui n'avaient aucune garantie à fournir, faute d'activités commerciales débutées, en échange de l'octroi d'un prêt. Dès lors, l'obligation de dotation en fonds propres pour les banques a détourné le milieu entrepreneurial du financement classique et de nouvelles voies alternatives ont été explorées.

Le financement participatif a alors également pu prendre la forme d'un prêt consenti par l'investisseur au porteur de projet. Ainsi, l'investisseur-prêteur va classiquement remettre une somme d'argent au porteur de projet-preneur sous certaines conditions de remboursement, notamment la durée pour laquelle le prêt est concédé et ainsi l'échéance à laquelle le preneur devra rembourser la somme totale due, ainsi que par exemple les taux d'intérêt, les modalités de remboursement anticipé en cas de gains importants de l'entreprise, etc. Le prêt avec intérêts est soumis en droit français à la législation de droit commun y afférente, notamment des articles 1905 à 1914 c.civ. Bien sûr, tout un corpus de normes vient également conditionner et créer des obligations de droit spécial relatives en la matière, particulièrement régies par le Code monétaire et financier, CMF, comme développé ci-après (cf. II).

Ce système présente lui aussi un avantage fiscal certain, en ce que les rémunérations par le biais d'intérêts sont moins taxées contrairement aux gains en capitaux

Le financement participatif ou Crowdfunding, quel régime juridique pour cette opportunité économique ?

Etude des modèles français et allemands

(dividendes ou plus-values) réalisés à l'occasion de détention ou cession d'actions et autres instruments financiers. En effet, l'article 187 1° CGI prévoit une retenue à la source libératoire de 15% sur les revenus visés à l'article 118 1° CGI, entres autres les revenus d'intérêts sur des obligations. Ainsi, l'intérêt de cette forme de financement présente un avantage certain pour le prêteur résident fiscal français puisque les fruits qu'il tirera de cet investissement ne seront soumis qu'à une imposition à hauteur de 15 %.

En Allemagne, le § 32d de la *Einkommensteuergesetz*, EStG, loi fixant l'impôt sur les revenus, fait valoir un tarif fiscal particulier pour les revenus de certains capitaux mobiliers, en particulier les revenus des intérêts d'emprunts. Le taux ici prévu est lui aussi libératoire et représente 25 % des revenus. Ce taux semble assez haut en comparaison avec le taux français (15 %), mais il reste malgré tout attractif pour les gros investisseurs qui sont par exemple soumis au taux marginal sur leurs revenus professionnels. Mais l'aspect fiscal n'est pas le seul à devoir être pris en considération.

Ce prêt prendra bien souvent la forme d'un prêt « de dernier rang », et sera soumis pour le reste aux règles classiques gouvernant le prêt. Cela signifie que le prêteur renonce à tout rang dans l'ordre des créanciers du preneur qui porte le projet d'entreprise, et qu'il accepte d'être remboursé en dernier en cas de liquidation de la société, comme n'importe quel créancier chirographaire.

Certaines stipulations contractuelles peuvent éventuellement être ajoutées en sus des obligations légales inhérentes au prêt. Par exemple, le CMF prévoit, aux articles L.313-13, -14, -15, la possibilité pour le prêteur de renoncer à toutes garanties concernant le remboursement dudit prêt. Ainsi, l'octroi de ce prêt est à considérer comme un véritable investissement, en ce que le prêteur n'a aucune garantie de recouvrer un jour la somme allouée. Ce modèle est somme toute parfaitement en phase avec la nature même du *crowdfunding*, puisque les porteurs de projet cherchant à se financer ne peuvent apporter de telles garanties, à l'instar d'un cautionnement qui ne saurait être trouvé à défaut de connaissance de la viabilité du projet entrepreneurial.

## **2) Investissement sociétaire et titres financiers**

Quelle que soit la nature de l'investissement concerné en matière d'investissements sociétaires ou d'acquisition de titres financiers, serait-ce sous forme de prise de participations (actions), de titres hybrides, d'obligations de la société envers

l'investisseur ou sous quelque forme créative que ce soit, les problèmes qui sont rencontrés ainsi que les constats à faire se recourent.

Premièrement, le caractère raisonnable et prudent des investisseurs a pour conséquence naturelle que plus le montant minimal demandé par la plateforme pour investir dans une société est faible, plus le nombre d'investisseurs croît<sup>15</sup>. En effet, il est somme toute logique que les investisseurs soient plus attirés par des « mises initiales » de faible envergure, ce qui a pour conséquence d'attirer un public d'investisseurs plus large. Ainsi, le financement de la société easyCARD Insurance Deutschland GmbH, exclusivement financé par de petits dépôts en provenance des investisseurs, a été réalisé en 87 minutes<sup>16</sup>. C'est la société qui détient en Allemagne le record en terme de rapidité de financement, en ayant mis en place un financement par petits montants, avec un produit attractif.

Le projet d'assurance des produits technologiques (smartphones, tablettes, PC et autres petits produits du quotidien) de manière ultra-rapide (la simple fourniture d'une adresse email et du numéro de carte d'identité suffit à être assuré auprès d'easyCARD) a ainsi séduit un grand nombre d'investisseurs très rapidement, qui y ont vu un produit d'avenir pour une société dont les individualités ne prennent plus le temps de s'attarder sur des éléments comme l'assurance de leurs produits high tech.

Ces derniers ont donc souhaité entrer au capital de la GmbH en création, afin de prendre des actions ou obligations émises par la société. Bien souvent, les investisseurs ont la possibilité de communiquer entre eux grâce à la plateforme, d'échanger quant à la nature et la forme de l'investissement, en somme de pouvoir s'interroger sur les informations soumises par la plateforme et relatives à la souscription à l'offre du porteur de projet<sup>17</sup>. Ces plateformes de *crowdfunding* se nomment par exemple Particeep ou encore HappyCapital.

Cette opération est exactement semblable à tout achat d'actions ou obligations émises par une société classique qui souhaite recouvrir des fonds, dans le cadre le plus classique de l'émission d'actions.

Le financement par investissement sociétaire, soit-il participatif, permet donc à l'investisseur de devenir actionnaire de la société. Ainsi, en principe, il obtient, grâce à ses actions détenues, des droits politiques (droit à l'information, droit de vote ...),

---

<sup>15</sup> KLÖHN (Lars) et HORNUF (Lars), « *Crowdfunding* in Deutschland », op. cit., p. 242.

<sup>16</sup> Ibid., p. 243.

<sup>17</sup> Ibid., p. 245.

Le financement participatif ou Crowdfunding, quel régime juridique pour cette opportunité économique ?

Etude des modèles français et allemands

des droits financiers (droit aux dividendes, au boni de liquidation ...), ainsi que des droits patrimoniaux, c'est-à-dire la possibilité pour l'actionnaire de disposer de ses actions. Ici, plusieurs questions se posent quant à la protection des actionnaires. En effet, la société qui porte le projet souhaite-t-elle éventuellement voir entrer dans son capital plusieurs centaines d'investisseurs divers et variés, qui auront un droit d'information sur la comptabilité, des possibilités de décision via les droits de vote, ou qui pourront, quand bon leur semble, revendre leurs actions ?

Evidemment, ces différentes questions peuvent être résolues par la création d'un pacte d'actionnaire qui viendra apporter des modalités à l'exercice de ces différents droits. Mais l'investisseur souhaitera-t-il investir s'il sait que l'exercice de ses droits sera subordonné à de nombreuses et complexes conditions ?

La société émettrice d'actions ne devra-t-elle pas se plier à différents formalismes et nombreuses régulations concernant l'émission d'actions, en particulier la législation sur la coûteuse rédaction d'un prospectus boursier en cas d'offre publique ?

Ainsi, il convient d'observer si la législation existante permet, tant à l'investisseur qu'au porteur de projet, de financer une entreprise via le *crowdfunding* sans s'affranchir des obligations colossales y liées. Est-ce que la plateforme, quant à elle, dispose des marges de manœuvre nécessaires à la recherche des investisseurs et la mise en relation avec le porteur du projet ? Le cas échéant, quelle sera la protection offerte à l'investisseur dans ces projets financés de manière participative ?

## II – REGULATION DES DIFFERENTS TYPES DE FINANCEMENT PARTICIPATIF

Il convient ici de s'intéresser aux législations existantes, applicables et stables, aux créations législatives plus récentes, ainsi qu'aux éventuelles mesures à prendre pour encadrer et permettre le développement du *crowdfunding*. En effet, celui-ci se développe parallèlement au système bancaire classique et c'est la raison pour laquelle l'étude de cette régulation est importante, car ce déploiement est problématique<sup>18</sup>.

En outre, une multitude de normes, bien souvent de provenance européenne, sont d'ores et déjà applicables et le financement participatif entre dans leurs domaines d'application. En revanche, le gouvernement français, par la voix de ses Premier ministre, ministre des Finances et des Comptes Publics ainsi que ministre du

---

<sup>18</sup> ROUSILLE (Myriam), « 3 Questions : Le *Crowdfunding* », op. cit., p. 2195.

Redressement Productif et du Numérique, a, par son ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif, souhaité légiférer en la matière. Ainsi, la France a souhaité prendre une certaine avance face à ses voisins européens et tente de se positionner comme un leader à ce sujet. Elle a dès lors pris le risque d'agir très (trop ?) tôt, sans connaître les problèmes liés au *crowdfunding*, mais également fait le pari d'être en mesure de servir de modèle européen concernant le financement participatif.

Ainsi, l'ordonnance susnommée est intervenue très récemment pour créer des statuts hybrides, intermédiaires. Ces statuts concernent des réglementations existantes qui seront les mêmes en Allemagne car provenant des normes européennes. La France a simplement apporté des exceptions aux différents monopoles avec lesquels le financement participatif entrerait en conflit, à savoir le monopole des services de paiement (a), celui des services bancaires (b) et ladite ordonnance a également su apporter une nouvelle réglementation en matière d'émission d'actions et de rédaction de prospectus (c), ainsi que la création de différents statuts s'y rapportant.

En effet, ces différentes obligations de respect de la réglementation pouvaient toucher tant la plateforme, que l'investisseur–porteur de fonds, ou que l'entrepreneur porteur de projet. Dès lors, la France a souhaité ouvrir certaines portes au *crowdinvesting*.

## **A – Réglementation liée au monopole des services de paiement**

Le monopole des services de paiement, cristallisé en droit français par les articles L.133-1 et L.314-1 CMF, est originellement issu des directives 2007/64/CE concernant les services de paiement et 2009/110/CE concernant la monnaie électronique.

En droit allemand, la *Kreditwesengesetz*, KWG, correspond à la réception nationale de la directive 2007/64/CE et propose des références directes au sein de ses articles. C'est une transposition très directe et en ligne avec le droit communautaire puisque le législateur allemand n'a pas tenté de réécrire les articles de la directive, mais a repris presque textuellement les articles de ladite directive. Les paragraphes 1 et 1a de la KWG, intitulés « *Geltung der Verordnung* », soit « champ d'application du règlement », se contentent de renvoyer aux définitions de la directive pour définir les prestataires de services de paiement, PSP, simplement désignés comme « Kreditinstitute ». Ces PSP ainsi nommés sont dès lors soumis directement aux obligations de la directive reprise par renvoi en droit allemand, et malgré tout

Le financement participatif ou Crowdfunding, quel régime juridique pour cette opportunité économique ?

Etude des modèles français et allemands

définis et listés avec une certaine précision au § 1 *Begriffbestimmungen*. Sont alors concernés au § 1 I s.1 KWG „*die Annahme fremder Gelder als Einlagen oder anderer unbedingt rückzahlbarer Gelder des Publikums, sofern der Rückzahlungsanspruch nicht in Inhaber- oder Orderschuldverschreibungen verbrieft wird, ohne Rücksicht darauf, ob Zinsen vergütet werden (Einlagengeschäft)*“.

Les prestataires de services de paiement doivent donc, en France comme en Allemagne, recevoir un agrément, respectivement de l'ACPR conformément à l'article L.522-6 du CMF et de la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, BaFin, § 32 KWG, afin de pouvoir effectuer des transferts de fonds.

La réception, détention-conservation et restitution de fonds à un tiers caractérise le service de paiement. Dès lors, la plateforme internet de financement participatif pourrait ainsi voir sa responsabilité engagée pour méconnaissance du monopole dédiés aux établissements prestant des services de paiement, puisqu'elle va recevoir des fonds de la part des investisseurs et les restituer au porteur de projet pour qu'il concrétise son projet entrepreneurial.

Afin de pallier à cette possibilité de poursuites, l'ordonnance française a créé une procédure nouvelle pour un statut nouveau, celui d'intermédiaire en financement participatif, conformément à l'article 17 de l'ordonnance, statut exclusivement réservé aux personnes morales (cf. Article 17). Ces intermédiaires exerceront des activités de prêts à titre onéreux ou sans intérêts, en conformité avec l'article L.548-2 nouveau du CMF et sont donc protégés par l'ordonnance nouvellement adoptée en instaurant ledit nouveau régime. Ils devront pour ce faire recevoir un agrément<sup>19</sup>, allégé mais semblable à celui des prestataires de services de paiement classiques conformément à l'article 16 de l'ordonnance. L'ordonnance précise que cet agrément sera attribué, si et seulement si, un plafond à fixer par décret n'est pas dépassé. Cet agrément prendrait donc une forme limitée, une sorte de « mini-agrément »<sup>20</sup>.

Les plateformes verront également peser sur elles toute une liste d'obligations, visées par l'article 17 de l'ordonnance, futur article L.548-6 CMF. En effet, l'ordonnance française du 30 mai 2014 prévoit l'obligation, pour les plateformes internet de financement participatif, d'informer le public sur les projets à financer, les possibilités de contact des porteurs de projet, la plateforme, également la publication annuelle d'un rapport d'activité. Dans un rôle plus particulier

---

<sup>19</sup> « Réforme du *crowdfunding* » in Dépêches JurisClasseur, 21 février 2014.

<sup>20</sup> Voir rapport LASSERRE CAPDEVILLE (Jérôme), « Réforme du *crowdfunding* en droit française : les aspects du droit bancaire », actes du présent colloque.

d'intermédiaire en financement participatif, l'ordonnance française oblige les plateformes à donner plus de précisions concernant le projet, à un devoir de prévention envers les investisseurs, etc. Ceci sera développé de manière plus détaillée en partie III au sujet de la protection desdits investisseurs

La plateforme doit également se conformer à des obligations de transparence concernant sa rémunération et les différents frais qui peuvent naître suite à la souscription d'un éventuel prêt. En outre, la plateforme devra supporter des coûts de conseils juridiques importants puisqu'elle devra proposer un contrat cadre relatif aux opérations qu'elle souhaite mettre en place. Ce type de contrat type manque encore cruellement de chaque côté du Rhin<sup>21</sup>, ceux-ci étant individualisés. La rédaction de contrat cadre favorisera la protection de l'investisseur (cf. infra III).

Une obligation de suivi de l'opération pèsera également sur l'intermédiaire en financement participatif, afin qu'il s'assure que la société à financer a bel et bien été créée, que les fonds sont utilisés pour leur destination, etc... Ainsi, il semble que l'ordonnance française ait décidé de prendre les devants, afin de créer un cadre législatif strict et précisément défini.

Cette volonté française est louable en ce que la Commission européenne a décidé de laisser aux Etats membres de l'Union européenne la possibilité de légiférer librement afin de pouvoir s'inspirer desdites législations dans le futur<sup>22</sup>. La France tente ainsi de se positionner comme un précurseur et, peut-être, de voir sa législation devenir une référence européenne. Mais elle prend également le risque de paralyser le *crowdfunding*, en ce qu'elle lui impose un cadre réglementaire, fait naître des obligations à l'encontre des plateformes, à l'endroit des investisseurs et porteurs de projets, alors que le financement participatif est précisément né de la volonté des entrepreneurs et investisseurs de passer outre la réglementation classique en matière bancaire. Ainsi, le gouvernement français réalise un pari, puisque cette volonté législative peut tant lui être bénéfique en matière de leadership européen concernant le *crowdfunding*, que venir bloquer le marché du financement participatif en France, en créant des obligations trop lourdes et inadéquates y afférentes.

L'Allemagne a, concernant le monopole des établissements prestataires de services de paiement, décidé d'adopter une position attentiste et observatrice, se contentant

---

<sup>21</sup> MESCHKOWSKI (Alexander) et WILHELMI (Frederike K.), « Investorenschutz im *Crowdinvesting* » in Betriebs-Berater (BB), 2013, p. 1412.

<sup>22</sup> Communication de la Commission au Parlement Européen, au Conseil, au Comité Economique et social européen et au Comité des Régions – Libérer le potentiel du financement participatif dans l'Union Européenne, voir note 7.

d'appliquer les règles d'ores et déjà existantes avec plus ou moins de souplesse. Un cadre législatif nouveau n'est pas donné, le législateur allemand préférant observer les faiblesses et failles du système dans un premier temps avant toute création législative.

Ainsi, la législation applicable en la matière sous l'empire du droit allemand est celle posée par la loi sur les crédits bancaires, KWG, qui vient tout de même créer un statut d'intermédiaire en financement, *Anlagevermittler*. Ce statut ne concerne pas le financement participatif de prime abord.

Il faut ici distinguer la situation depuis une évolution législative en date du 1<sup>er</sup> juin 2012. En effet, le 1<sup>er</sup> juin 2012 est entrée en vigueur en Allemagne une loi de modernisation des placements financiers, *Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagevermittler- und Vermögensanlagerechts*. Celle-ci est venue modifier la compréhension à donner aux instruments financiers, *Finanzinstrumenten*<sup>23</sup>. Avant le 1<sup>er</sup> juin 2012, les instruments financiers ne concernaient que les titres, instruments du marché monétaire et dérivés. Ils ne comprenaient donc pas les services financiers de paiement qui nous intéresse ici. Cependant, depuis le 1<sup>er</sup> juin 2012, le terme d'instrument financier au sens des paragraphes 2 IIb *Wertpapierhandelsgesetz*, WpHG, loi sur la négociation de titres et 1 XI S.1 KWG comprend également les placements, *Vermögensanlage*. Ces placements nécessitent selon le mécanisme du *crowdfunding* (ou d'une banque classique) la transition de fond par l'intermédiaire en placement et ainsi des prestations de service de paiement seraient données. Dès lors, il faut considérer que les plateformes de financement participatif réaliseraient des opérations de paiement, pourtant interdites à tout institut n'ayant pas reçu d'agrément de la BaFin. Ainsi, en Allemagne, les plateformes de *crowdfunding* sont soumises aux dispositions de la loi sur les crédits bancaires, KWG, et qui régulent notamment l'accès aux services de paiement. Cette loi interdit à des personnes, morales ou physiques, d'effectuer des services de paiement. Dès lors, les plateformes de financement participatif qui sont réceptrices de fonds des investisseurs dans le but de les restituer aux porteurs de projet encourent la recherche de leur responsabilité pour non-respect du monopole des services de paiement instauré en Europe par la directive 2007/64/CE.

Toutes les formes de *crowdfunding* sont concernées par ce monopole réservé aux instituts prestant des services électroniques de paiement, que ce soit sous forme de dons, de prêts ou de prises de participations puisque l'élément central est la transmission de fonds. Dès lors, l'exception créée en France répond en partie à la

---

<sup>23</sup> KLÖHN (Lars) et HORNUF (Lars), « *Crowdinvesting in Deutschland* », op. cit., p. 249.

réglementation existante, mais elle ne concerne que les prêts à titre onéreux ou sans intérêts, octroyés via un site internet par le concours d'une plateforme, nommée intermédiaire en financement participatif. C'est donc un statut restrictif, limité, qui vient encadrer une activité dont le développement exponentiel appelle une réponse. La volonté d'un cadre législatif « dur » par le gouvernement français peut ainsi sembler en contradiction avec la nature du financement participatif. Cependant, comme nous pourrions l'observer (cf. infra III), ceci concourt à la protection des investisseurs participatifs.

Pour autant, la transgression des règles applicables aux établissements qui effectuent des services de paiement n'est pas la seule à ouvrir d'éventuels problèmes. En effet, elle ne concerne qu'une petite partie du mécanisme de *crowdfunding*, celui de la réception-restitution des fonds par la plateforme. En toute logique, les problèmes d'autorisation d'exercice qui lui incombent en tant que futur professionnel du financement se doivent d'avoir une place moindre dans l'étude des problèmes liés au financement participatif, car celui-ci repose avant tout sur les investisseurs et les porteurs de projets qu'ils souhaitent soutenir.

Chacune de ces catégories d'intervenant entrent elles aussi en confrontation avec des réglementations existantes, qui sont elles-même très strictes et pourraient devenir un véritable frein à l'essor du financement participatif.

## **B – Réglementation liée au monopole des services bancaires**

Afin de pallier aux conditions d'honorabilité auxquelles seront soumises les banques et pour éviter que tout un chacun se comporte comme un banquier en engageant les risques liés à cette activité, le secteur bancaire s'est vu confier un monopole quant à l'octroi de crédits rémunérés, notamment confirmé via la directive 2006/48/CE du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice.

Le monopole bancaire est défini en France par l'article L.511-5 du CMF comme l'interdiction à toute personne autre qu'un établissement de crédit ou une société de financement d'effectuer des opérations de crédit à titre habituel. Ainsi, seuls les établissements de crédit agréés au sens de l'article L.522-6 peuvent réaliser des opérations de banque à des fins professionnelles. Il est donc strictement interdit à des particuliers de se comporter de manière habituelle comme un banquier, c'est-à-dire de fournir des prestations d'octroi de crédits rémunérés, via la mise à disposition de fonds à titre onéreux.

Le caractère habituel de l'octroi de crédit est à définir afin de savoir à quel moment la personne qui délivrera un prêt en faveur d'un projet pourra voir sa responsabilité engagée. En effet, le Code monétaire et financier n'interdit pas *stricto sensu* l'octroi de prêt par des personnes (physiques ou morales), mais interdit à ces personnes de le faire à « titre habituel ». La personne qui concède un seul prêt peut-elle voir sa responsabilité recherchée ? La jurisprudence de droit commun de la Cour de cassation a défini ce critère en estimant que le caractère habituel d'une action est concrétisé dès la deuxième réalisation de cet acte<sup>24</sup>. Ainsi, sitôt que le prêteur réaliserait deux prêts à titre onéreux, il serait pénalement responsable. Ceci pourrait s'avérer extrêmement compliqué en pratique, puisque, par exemple, les actionnaires d'une société sont souvent amenés à octroyer des prêts successifs à ladite société afin de lui apporter des liquidités, et ceux-ci sont très souvent réalisés à titre onéreux.

Dès lors, on ne saurait rechercher la responsabilité d'un actionnaire qui recherche non pas un intérêt personnel, mais plutôt l'essor économique de la société dont il détient déjà des parts. C'est pourquoi la jurisprudence spéciale en matière de droit bancaire de la Cour de cassation est venue poser un autre critère. En effet, celui-ci ne se définit plus *rationae temporis* mais *rationae personae*. La chambre criminelle de la Cour de cassation a estimé par un arrêt de principe du 5 février 1995 que le caractère habituel de l'octroi de prêts entrant en conflit avec le monopole bancaire était donné à compter du moment où la personne concède des prêts à plusieurs tiers. Ainsi, c'est le nombre de preneurs de crédit qui a été retenu par la Cour afin de déterminer le caractère habituel posé par l'article L.511-5 CMF.

La question se pose ainsi donc également en matière de *crowdfunding*. Effectivement, le but recherché par les plateformes de financement participatif est assez clair, puisqu'il consiste en la volonté de voir les investisseurs miser sur plusieurs projets, afin qu'ils financent par de petits montants des projets variés et différents et les plus nombreux possibles. De plus, ceci apporte un intérêt de diversification particulier pour l'investisseur-prêteur puisque cela lui permet de segmenter la somme qu'il souhaite mettre à disposition. Si la jurisprudence de la Cour de cassation susmentionnée s'appliquait, le prêteur ne pourrait prêter qu'à la faveur d'un seul et unique projet. Cet état de droit serait en inadéquation totale avec la nature du *crowdfunding*. C'est ainsi que l'ordonnance française du 30 mai 2014 a apporté une réponse concrète à cette problématique. Et elle concerne les investisseurs. En effet, il est à préciser que la plateforme de financement participatif

---

<sup>24</sup> Cass. crim., 24 mars 1944.

sur internet ne saurait voir sa responsabilité engagée au prétexte qu'elle est un moyen d'octroi desdits prêts, puisque ce n'est pas elle directement qui octroierait les prêts. La plateforme serait plutôt freinée par le monopole des services de paiements vu précédemment. L'ordonnance a déjà apporté une solution en créant le statut intermédiaire en financement participatif, qui permet à la plateforme de recevoir et restituer les fonds en question ; le portail internet ne saurait donc être inquiété de ce point de vue, puisqu'il n'est que l'intermédiaire du financement, et non le prêteur en tant que tel<sup>25</sup>. Mais quid des personnes souhaitant octroyer les prêts ? Pourraient-elles voir leurs responsabilités engagées pour méconnaissance du monopole bancaire et exercice illégal de la profession de banquier ?

L'ordonnance prévoit une dérogation à ce monopole en son article 15, qui vient modifier l'article L.511-6 du CMF portant sur les exceptions d'application de la restriction d'exercice de la profession. Ainsi, le nouvel alinéa 7 de l'article L.511-6 CMF est ainsi rédigé : « 7. *Aux personnes physiques qui, agissant à des fins non professionnelles ou commerciales, consentent des prêts dans le cadre du financement participatif de projets déterminés, conformément aux dispositions de l'article L.548-1 et dans la limite d'un prêt par projet. Le taux conventionnel applicable à ces crédits est de nature fixe et ne dépasse pas le taux mentionné à l'article L.313-3 du Code de la consommation. Un décret fixe les principales caractéristiques de ces prêts, notamment leur durée maximale.* ».

Dès lors, il convient de souligner que l'exception prévue à cet article ne concerne que les personnes physiques, n'agissant pas de manière professionnelle, et qui n'octroieraient qu'un seul prêt par projet. Ce prêt ne saurait être usurier au sens de l'article L.313-3 du Code de la consommation. Il est donc important de noter que seuls les particuliers sont concernés. Cela signifie que des personnes morales ne peuvent réaliser des prêts rémunérés via une plateforme internet de *crowdfunding*. Ainsi, même une société, dont les statuts prévoient la possibilité d'octroyer des prêts, ne saurait bénéficier de cette exception nouvellement créée. Elle ne concerne que les personnes physiques. En outre, les particuliers qui décideraient de concéder des prêts avec intérêts ne pourraient agir « à des fins professionnelles ou commerciales ». On retrouve ici le critère du « titre habituel » défini à l'article L.511-5 CMF, qui crée le monopole pour les banquiers. Ainsi, les particuliers ne peuvent pas agir à des fins professionnelles, comme des banquiers, et ne pourront pratiquer le *crowdfunding* comme une activité principale. Celle-ci devra se réaliser dans le cadre privé et personnel. La possibilité de concéder des prêts est également encadrée par la limitation à un seul prêt par projet financé. Par conséquent, les investisseurs ne pourront que diversifier leurs mises et ne seront pas en mesure de

---

<sup>25</sup> LASSERRE CAPDEVILLE (Jérôme), rapport du présent colloque.

prêter plusieurs fois pour le même projet. On retrouve ici en quelque sorte le critère jurisprudentiel posé par la Cour de cassation, à savoir la concession d'un seul prêt par projet. Ainsi le critère du prêt réitéré ne saurait être retenu pour exercice illégal de la profession de banquier<sup>26</sup>. L'ordonnance apporte une exception à la jurisprudence du 5 février 1995 qui concernait plus particulièrement le droit bancaire, puisqu'elle vient par contre permettre aux investisseurs *online* de prêter à plusieurs projets. En effet, l'article 15 de l'ordonnance (futur article L.511-6 alinéa 7 du CMF) ne pose pas de conditions quant aux nombres de prêts accordés à des projets différents. Tout donne donc à penser que la multiplication des prêts à différents projets serait même favorisée, à condition bien sûr, comme le précise cet article, que ceci ne soit pas réalisé « à des fins professionnelles ou commerciales ».

Ainsi, le gouvernement français a bel et bien créé une exception, une dérogation, au monopole alloué aux instituts de crédit, dans le but de libérer les forces vives de l'économie et l'épargne française et de libérer les investisseurs « 2.0 » français des chaînes entravant classiquement l'octroi de prêt.

L'Allemagne n'ayant pas encore légiféré en la matière, il convient d'observer les règles classiques y applicables, déterminées par la même directive européenne n°2006/48/CE. Ici, les paragraphes 1 I s.2 et 32 I s.1 KWG précisent que seuls les instituts ayant reçu un agrément de la BaFin peuvent réaliser des opérations de crédit, *die Gewährung von Gelddarlehen und Akzeptkrediten*. *A contrario*, les organismes n'ayant pas reçu cet agrément ne peuvent pas réaliser des concessions de crédits à des tiers. Les plateformes allemandes, déjà bien existantes, ainsi que les investisseurs, tombent alors sous le joug de la régulation existante, à savoir la KWG. Par là même, les prêteurs allemands sont donc en principe dans l'illégalité lorsqu'ils réalisent des octrois de crédits et pourraient se voir sanctionner pour le non-respect du monopole attribué aux banques ayant reçu un agrément de la BaFin. Mais ni le gouvernement allemand ni le législateur ne se sont décidés à adopter une position génératrice de législation, mais ont plutôt choisi une position d'attente, d'observation, afin de mieux connaître le *crowdfunding* et de pouvoir, en temps voulu, légiférer de manière plus précise et plus en phase avec les problèmes rencontrés. Ainsi, la législation allemande applicable à l'heure actuelle est celle qui a été créée pour les banques afin d'encadrer leurs activités, et est dès lors en totale inadéquation avec le fonctionnement du financement participatif, car bien trop lourde et contraignante pour les particuliers qui souhaiteraient aider des tiers à financer leurs projets. Le corpus de règle porté par la KWG doit être adapté afin de

---

<sup>26</sup> Jurisprudence du 24 mars 1944.

ne pas soumettre les investisseurs via les plateformes internet de *crowdfunding* à une réglementation freinant l'essor du financement participatif et ses bienfaits pour l'économie réelle des PME.

Dès lors, après avoir observé certaines obligations relatives aux plateformes, puis celles pesant également sur les investisseurs, il conviendra de s'intéresser par ailleurs aux obligations très lourdes qui vont également peser sur la société émettrice de titres souhaitant se financer sur internet et qui peuvent nuire à la genèse même du projet tant ces obligations sont contraignantes. Les plateformes qui proposent des titres financiers pourraient-elles aussi, à l'instar des sociétés porteuses de projets, connaître des entraves relatives à la mise sur le marché desdits instruments ?

### C – Réglementation du marché des instruments financiers

La réglementation qui nous intéresse particulièrement ici est celle concernant les prises de participations dans une société. En effet, il est courant que des sociétés réalisent des offres publiques de valeurs mobilières afin d'obtenir des financements auprès d'un large public. Ainsi les investisseurs vont acheter des valeurs mobilières sous forme d'actions, d'obligations de la société, de titres financiers plus ou moins hybrides et complexes. Ces achats sont en partie régulés par un droit commun classique de droit des sociétés, mais se voient également complétés par un ensemble de règles d'origine européenne, générant alors un droit très spécial, relatif à de petits actes précis mais ultra-réglementés.

La nature même de la valeur mobilière proposée à l'achat ne vient pas *in concreto* modifier la réglementation y applicable puisque la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation ne distingue pas entre les différentes natures de valeurs mobilières pour y créer des obligations. L'obligation qui doit particulièrement être envisagée et qui peut bien évidemment poser problème ici est celle liée au prospectus d'information<sup>27</sup> que l'émetteur est tenu de publier lors d'une offre au public de titres financiers<sup>28</sup>. En effet, la directive susmentionnée a créé cette obligation pour les sociétés émettrices des Etats membres.

Le problème réside dans le fait que la rédaction de ce prospectus est juridiquement compliquée et très coûteuse puisque l'émetteur devra, à sa charge, s'attacher les

---

<sup>27</sup> MOULIN (Jean-Marc), « La régulation du *crowdfunding* à la française » in Revue de Droit Bancaire et financier, n°4, Octobre 2013, étude 19.

<sup>28</sup> ROUSILLE (Myriam), « 3 Questions: Le *Crowdfunding* », op. cit., p. 2195.

services de conseillers juridiques connaissant les aspects réglementaires liés à la publication d'un prospectus d'information. Ces conseillers prendront beaucoup de temps pour rédiger le prospectus et ainsi l'opération pour le porteur du projet d'émission de valeurs mobilières se révélera extrêmement coûteuse (le prix moyen d'un prospectus peut avoisiner les 100.000 euros au vu du nombre d'heures et de collaborateurs nécessaires à la rédaction de ce dernier). En pratique, cela pourrait mener à deux phases de financement participatif : l'une concernant le financement de la rédaction du prospectus, et l'autre relative au financement de l'entreprise elle-même. Ceci serait totalement illogique et l'obligation de créer un prospectus pour les entreprises de petite taille souhaitant être financées via le *crowdfunding* n'aurait aucun sens. En outre, le marché des instruments financiers est lui aussi un marché réglementé dont l'accès est réservé et soumis à condition. Les plateformes de financement participatif pourraient là aussi être inquiétées au vu de leur activité qui enfreindrait les règles communes applicables au marché des instruments financiers, qui constitue classiquement lui aussi un monopole. Ainsi faut-il s'intéresser à la situation juridique actuelle dans les deux pays rhénans faisant l'objet de cette étude, afin de déterminer si les porteurs de projets français et allemands seront soumis à l'obligation d'édition du prospectus boursier d'information. Cette analyse permettra ensuite de déterminer la réglementation applicable aux plateformes proposant l'aliénation de titres financiers via internet.

## 1) Accès au marché

L'ordonnance française du 30 mai 2014 consacre l'ensemble de son titre 1er au financement participatif sous forme de titres financiers. Ce titre est subdivisé en 2 chapitres, l'un portant sur la création d'un nouveau statut, celui de conseiller en investissements participatifs, le deuxième créant une adaptation de ladite réglementation concernant l'offre au public de titres financiers dans le cadre du financement participatif. L'article 1<sup>er</sup> de l'ordonnance complète le livre V titre IV du CMF par un nouveau chapitre intitulé « les conseillers en investissements participatifs ». Ceux-ci sont définis au nouvel article L.547-1 – I comme des personnes morales, dont la profession habituelle est l'activité de conseil en investissements participatifs sous la forme de titres de capital et de créance au moyen d'un site internet. Cette nouvelle législation vient réglementer l'accès aux plateformes internet de *crowdfunding* organisées sous formes de sociétés ayant la personnalité juridique (« personnes morales »). L'ordonnance retient que ces plateformes exercent une activité de conseil en investissements sur la prise de

participations dans une société, ou du moins l'achat de titres financiers relatifs à cette société. Les plateformes internet de financement participatif ayant le statut de conseiller en investissements participatifs seront alors soumises à un cheptel de règles de bonne conduite et leurs administrateurs à des conditions d'accès strictes.

En effet, les nouveaux articles L.547-3 – I et suivants CMF font part « d'exigences d'âge et d'honorabilité » fixées par décret, et de « conditions de compétences professionnelles » fixées par règlement de l'AMF. Ces conditions de capacité professionnelle seront gagées par l'inscription et adhésion obligatoire à une association qui aura entre autre la charge de suivre ses membres afin de vérifier leurs aptitudes à remplir leurs missions et la bonne foi qui y est liée. En outre, les administrateurs de ces plateformes *online* devront, comme le stipule l'article L.547-5-I CMF, souscrire à une assurance professionnelle qui couvrira « les conséquences pécuniaires de [leur] responsabilité civile professionnelle, en cas de manquement à [leurs] obligations ».

Il conviendra lors de l'étude de la protection allouée aux investisseurs d'observer quelles règles sont imposées aux portails internet vis-à-vis de leurs relations avec leurs clients (cf. infra III.). Ainsi, l'ordonnance française du 30 mai 2014 a créé un nouveau statut dérogeant au monopole consacré à l'article L.532-1 CMF concernant les prestataires de services d'investissement. En effet, elle autorise désormais, via la création du statut de conseiller en investissement participatif, la création de sociétés d'investissement dont l'activité commerciale sera régie par l'offre de titres de capital ou de titres de créance à des tiers au moyen d'un site internet. Ces sociétés prestataires de services devront respecter les obligations susmentionnées, présentes au chapitre VII du titre IV du livre V du CMF. L'ordonnance gouvernementale française fait ainsi peser sur les plateformes de *crowdfunding* un ensemble de règles de conduite, de conditions d'accès et d'exercice encadrant l'activité des portails internet.

Evidemment, comme nous avons pu l'observer précédemment, l'Allemagne n'a, elle, pas encore légiféré en la matière et nous ne saurions donc observer une législation qui référerait directement au statut des plateformes de financement participatif. Pour autant, il convient de rappeler que le 1<sup>er</sup> juin 2012, le législateur allemand a adopté la *Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagerechts*. Cette loi est venue modifier le statut de certains intermédiaires actifs dans le milieu de la finance. Ainsi, selon les termes de cette loi et en bonne observation des paragraphes 2 al. 3 phrase 1 Nr. 4 WpHG, 1 al. 1a phrase 2 Nr. 1 KWG, et surtout 1 al. 2 *Vermögensanlagegesetz*, VermAnlG, les plateformes de *crowdfunding* remplissent les conditions prévues à ces articles et définissant les

Le financement participatif ou Crowdfunding, quel régime juridique pour cette opportunité économique ?

Etude des modèles français et allemands

conseillers en investissements qui presentent des conseils en placement<sup>29</sup>. Grâce à cette loi de modernisation de 2012, les plateformes de financement participatif tombent sous le nouveau régime prévu par la *Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagerechts*, qui prévoit que ces conseillers en investissements/placements ne tombent pas sous l'égide de la surveillance de la BaFin (§ 4 I WpHG) mais sous le simple contrôle de la *Gewerbeaufsicht*<sup>30</sup>. Les conditions d'accès sont dès lors considérablement allégées.

Pour autant, les conseillers en placement qui effectuent des émissions de titres au sens de la WpHG seront dès lors soumis aux obligations et devoirs prévus au § 31 WpHG, comme par exemple le devoir de prudence, la mise en place d'un système de gestion des conflits d'intérêts, etc.

Par ailleurs, ceci concerne l'ensemble des conseillers en placement, et pas seulement les conseillers en investissement participatif. On ne peut donc pas parler d'un régime dérogatoire spécial mais plutôt d'un assouplissement des règles d'accès en général, réalisé il y a deux ans en Allemagne.

Ainsi, nous avons pu observer que l'accès au marché financier a été adapté en France pour les conseillers en investissement participatif en particulier, tandis que la législation allemande a elle été allégée pour les conseillers en investissement en général.

## 2) Offre au public de titres financiers

Les offres au public de titres financiers ont fait l'objet ces dernières années de nombreuses créations et modifications législatives. En effet, sous l'impulsion du droit communautaire et de la volonté unificatrice de l'Europe en matière de droit bancaire et des marchés économiques, la régulation y afférente a été considérablement modifiée. Ceci s'explique par la volonté d'observer la mise en place d'une protection accrue des investisseurs et une honorabilité relevée des acteurs du marché. Ainsi, à l'instar des réglementations précédemment observées, le droit européen est venu créer un certain nombre d'obligations pour les acteurs du marché.

Dès lors, la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation a interdit aux Etats membres de l'Union européenne d'autoriser des

---

<sup>29</sup> KLÖHN (Lars) et HORNUF (Lars), « *Crowdinvesting in Deutschland* », op. cit., p. 251.

<sup>30</sup> Ibid.

offres de valeurs mobilières au public sans publication préalable d'un prospectus (art. 4 directive). La nature et la forme du prospectus sont ensuite développées dans les articles suivants. La question est de savoir quelle réception de la directive 2003/71/CE a été faite dans les Etats membres concernés par cette étude, et ainsi d'observer le droit classiquement applicable, mais surtout, de s'interroger sur l'impact que cette législation pourrait avoir sur les offres de titres réalisées via le *crowdfunding*.

Le droit français applicable aux offres au public de titres financiers est réglementé aux articles L.411-1 et suivants du CMF. L'offre au public est alors constituée par le « placement de titres financiers par des intermédiaires financiers ». Les financements participatifs sont évidemment concernés puisque la plateforme est un intermédiaire, comme nous avons pu l'observer précédemment. Que ce soit avant la rédaction de l'ordonnance française ou après, le statut d'intermédiaire de la plateforme de *crowdfunding* n'aurait pas été discutable, puisque c'est bien par l'intermédiaire du site internet qui propose le financement des projets que le financement a lieu. Ainsi l'offre au public est sans nul doute constituée en droit français aux termes de l'article susmentionné du CMF. Et les conséquences prévues pour elles sont dès lors applicables.

En effet, l'article L.412-1 du même code précise que « (...) les personnes ou les entités qui procèdent à une offre au public de titres financiers ou à une admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé doivent, au préalable, publier et tenir à la disposition de toute personne intéressée un document destiné à l'information du public (...)». Ainsi, comme évoqué précédemment, le droit français a bel et bien intégré le droit européen dans son droit interne. Celui-ci oblige, depuis la transposition de la directive européenne, toute société émettrice d'actions à la rédaction d'un prospectus dans le cadre de l'offre publique qu'elle réalise.

Comme précisé auparavant, la rédaction d'un prospectus d'information est extrêmement onéreuse et demande beaucoup de temps. En effet, les informations que doivent contenir le prospectus sont très nombreuses. L'article L.412-1 CMF reste vague en se contentant de préciser que le prospectus doit contenir :

- \_ « le contenu et les modalités de l'opération,
- \_ l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur,
- \_ des garants éventuels des titres financiers qui font l'objet de l'opération ».

*In concreto*, le prospectus sera très large et inclura entre autres un aperçu du droit applicable, concernant tant le droit des sociétés, que le droit fiscal par exemple. Il

Le financement participatif ou Crowdfunding, quel régime juridique pour cette opportunité économique ?

Etude des modèles français et allemands

contiendra bien souvent également un développement assez complet sur les intentions commerciales de la société émettrice, ainsi que des explications sur les futurs business plans, etc... Le tout n'est pas de l'unique compétence d'un chef d'entreprise et il devra dès lors s'attacher de nombreux services (audit, conseil juridique, comptable ...) pour ce faire.

Il est clair que les sociétés émettrices d'actions ou obligations qui souhaiteraient se financer grâce au *crowdfunding* tombent sous le joug de réglementation, de par la nature même de l'offre qu'elles réalisent. Mais il est également évident qu'elles ne peuvent pas assumer cette obligation. En effet, comment une entreprise qui n'a pas su se financer sur le marché classique, qui doit utiliser une voie « bis » et qui n'est bien souvent même pas encore créée, pourrait-elle supporter de si lourdes charges réglementaires ?

L'ordonnance française du 30 mai 2014 a intelligemment réglé ce problème en introduisant une exemption nouvelle vis-à-vis de la publication d'un prospectus<sup>31</sup>. Les articles 11, 12, 13, 14 de l'ordonnance sont relatifs à l'adaptation du régime des offres au public de titres financiers. L'article 11 de l'ordonnance crée un nouvel alinéa Ibis à l'article L.411-2 CMF qui précise : « Ne constitue pas une offre au public au sens de l'article L. 411-1 l'offre :

1° Qui porte sur des titres financiers mentionnés au 1 ou au 2 du II de l'article L.211-1 qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation ;

2° Et qui est proposée par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement ou d'un conseiller en investissement participatif au moyen d'un site internet remplissant les caractéristiques fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;

3° Et dont le montant total est inférieur à un montant fixé par décret. Le montant total de l'offre est calculé sur une période de douze mois dans des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

La société qui procède à l'offre ne peut se prévaloir des dispositions de l'article L.232-25 du Code de commerce. Lorsque la société qui procède à l'offre a pour objet de détenir et de gérer des participations dans une autre société, la société dans laquelle elle détient des participations ne peut pas se prévaloir de cette même disposition. »

---

<sup>31</sup> NOTTE (Gérard), « Financement participatif («*crowdfunding*»). Ord. n° 2014-539, 30 mai 2014 » in La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n°24, 12 juin 2014, act. 417.

Ainsi, les émissions de titres financiers mentionnés à l'article L.211-1, à savoir les titres de capital émis par les sociétés par actions et les titres de créance à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse, proposés par un conseiller en investissement participatif au moyen d'un site internet et dont les modalités précises seront fixées par décret, ne constituent pas une offre publique. Dès lors, l'obligation présente à l'article L.412-1 CMF de publication d'informations relatives à l'achat de titres financiers ne concerne pas les sociétés qui se financent par le biais du *crowdfunding*. C'est la plateforme elle-même qui devra fournir un minimum d'informations sur la société porteuse de projet<sup>32</sup>. Cet allègement d'obligations pour la société émettrice doit être accueilli favorablement, car la législation jusque-là en vigueur aurait été incompatible avec ce type de financement participatif. En effet, les moyens dont disposent les sociétés qui portent les projets sont très limités et celles-ci n'auraient aucunement pu répondre à l'obligation de publication d'un prospectus informatif, trop coûteux et complexe. Ainsi, la France a su amoindrir les obligations qui pèsent sur les petites sociétés se finançant par le *crowdfunding* et c'est un pas en avant dans la politique même de soutien aux entreprises et au monde entrepreneurial que de favoriser la création d'entreprises par des financements alternatifs.

L'Allemagne ne s'étant pas encore doter d'une législation nouvelle adaptée au financement participatif, il convient d'aborder par conséquent les règles classiques de droit financier applicables aux situations de *crowdfunding*. Le droit allemand consacre l'obligation de publication d'un prospectus au § 3 I de la *Wertpapierprospektgesetz*, WpPG, loi relative au prospectus des valeurs mobilières. L'alinéa I précise que celui qui offre des titres financiers ne peut le faire que s'il a auparavant publié un prospectus vis-à-vis de ces titres. En effet, le but recherché est de donner à l'investisseur, afin qu'il sache précisément ce qu'il va acheter et à qui, une image à la fois précise de l'émetteur et des titres émis, *ein zutreffendes Bild über die Emittenten und die angebotenen Wertpapiere*<sup>33</sup>, et large<sup>34</sup>, *das Publikum umfassend über die Anlage zu informieren*<sup>35</sup>. Petra Buck-Heeb, dans son ouvrage intitulé *Kapitalmarktrecht*<sup>36</sup>, prévoit précisément que le cas du *crowdfunding* est soumis à cette obligation en droit allemand. En effet, elle précise que l'obligation de publier un prospectus s'applique seulement aux offres publiques, c'est-à-dire à un cercle indéfini de personnes, via internet, les journaux ou une circulaire, „Angebot im

---

<sup>32</sup> Ibid.

<sup>33</sup> BUCK-HEEB (Petra), *Kapitalmarktrecht*, C.F. Müller, 2011, § 158 et s.

<sup>34</sup> KLÖHN (Lars) et HORNUF (Lars), « *Crowdinvesting in Deutschland* », op. cit., p. 249.

<sup>35</sup> « Rupert Scholz » BGH-Urteil, ZBB 2012, p. 137, § 21.

<sup>36</sup> BUCK-HEEB (Petra), *Kapitalmarktrecht*, op. cit., § 158 et s.

Le financement participatif ou Crowdfunding, quel régime juridique pour cette opportunité économique ?

Etude des modèles français et allemands

*Internet, in der Zeitung, allgemeines Rundschreiben*<sup>37</sup>. Une offre publique qui n'aura pas respecté la publication d'un prospectus informatif encourt la pure et simple annulation de la vente par la BaFin<sup>38</sup>, § 21 IV 1 WpPG.

Mais il existe des cas où la publication d'un prospectus n'a pas été retenue, afin de pallier aux coûts trop élevés en relation avec ledit prospectus ou par nécessité pour la transaction. Ces exceptions ont été inscrites au § 3 II WpPG et correspondent aux exceptions françaises de l'article L.411-2 CMF, puisqu'elles proviennent de la même législation européenne :

\_ si la vente de titres se réalise exclusivement à destination d'investisseurs qualifiés, enregistrés comme tels auprès de la BaFin<sup>39</sup> (§ 27 WpPG),

\_ si l'émission des titres se destine à moins de 150 investisseurs par pays de l'Espace Economique Européen,

\_ si l'acquisition de titre n'est disponible que pour des achats minimum de 100.000 euros par investisseur,

\_ si la valeur nominale des actions est d'au moins 100.000 euros,

\_ si la totalité de l'émission représente une somme inférieure ou égale à 100.000 euros, calculée pour une durée de 12 mois.

Ainsi, ces exceptions permettent de passer outre la publication d'un prospectus. Il convient de se demander si elles sont applicables au financement participatif. Il est évident que les investisseurs qui passent par des plateformes de *crowdfunding* ne sont pas des investisseurs qualifiés, que l'achat de titres à partir de 100.000 euros par personne n'est pas non plus envisageable, puisque ces investisseurs ne mettent souvent en jeu que de petites sommes. En outre, les entreprises qui émettront des titres ne souhaiteront pas se contenter de moins de 150 investisseurs, par peur de ne pas réunir suffisamment de fonds. Par conséquent, il semble impossible pour les entreprises allemandes souhaitant émettre des titres via des plateformes de *crowdfunding* d'échapper à la publication d'un prospectus d'après la *Wertpapierprospektgesetz*. Le risque pour elles, si elles ne le publient pas, est d'encourir l'obligation de reprendre les titres aux investisseurs et de les leur rembourser. Elles pourraient en sus être redevables des coûts liés à leurs achats, comme ceux engendrés par l'intervention d'un conseiller en investissement, ou encore les frais bancaires de virement, ou les intérêts échus et payés pour financer leurs

---

<sup>37</sup> Ibid., § 162.

<sup>38</sup> Ibid. §. 163.

<sup>39</sup> Ibid. §. 165.

investissements. Tous ces coûts constituent un gros risque pour les sociétés émettrices qui ne devraient pas prendre l'obligation de publication d'un prospectus à la légère.

Toutefois, il ne faut pas oublier que cette obligation de rédaction d'un prospectus correspond avant tout à une volonté européenne de protéger les investisseurs afin de maintenir le niveau des souscriptions investies. En effet, l'ensemble des règles observées ici protègent les investisseurs des risques de perte de leur argent (monopole des services de paiement – agrément nécessaire), d'insolvabilité de leurs créanciers et banquiers (monopole bancaire et dotation en fonds propres) et enfin des entreprises aux intentions frauduleuses en obligeant celles-ci à publier un prospectus informatif, et en utilisant en intermédiation des plateformes agréées. Ces protections et barrières apportées de manière unificatrice par l'Union européenne sont un véritable bouclier, solide, contre les abus de la finance, à l'image de ceux observés à la suite de la crise des *sub-primes* de 2008.

En revanche, la question se pose de savoir si ces barrières ne sont pas trop lourdes et même infranchissables pour le *crowdfunding* ! En effet, le marché du financement participatif représente pour le moment de faibles sommes et il convient de se demander si une telle régulation ne va pas simplement tuer le *crowdfunding* en l'empêchant de faire ce pour quoi il a été créé : être en marge du système de financement classique. S'il convient de lui appliquer les mêmes règles que celles applicables aux marchés conventionnels, alors il est appelé à se heurter aux mêmes difficultés et à ne plus apporter ses solutions.

Nous avons pu observer que l'ordonnance française du 30 mai 2014 est venue assouplir le cadre réglementaire concernant les éléments susmentionnés, et qu'elle a dès lors tenté de favoriser l'essor du *crowdfunding*. Mais le gouvernement français, en souhaitant donner un cadre juridique au financement participatif, ne va-t-il pas imposer un cadre à un type de financement qui avait ceci d'extraordinaire que de pouvoir « se faufiler » dans la réglementation ? Les plateformes qui vont avoir besoin d'agréments, tant pour les services de paiement, que pour le conseil en investissement, sont-elles prêtes à faire face à ces obligations ? Les investisseurs doivent-ils être tant protégés par les institutions ou doivent-ils agir à leurs propres risques ? L'Allemagne a décidé de « fermer les yeux » pour le moment et adopte une position de latence, afin d'observer si les résultats obtenus par ses pays voisins sont probants. Elle a déjà su moderniser sa réglementation en 2012 et il ne faut pas douter qu'elle saura réagir rapidement si besoin en était en la matière. Ainsi convient-il dès à présent de s'intéresser à la protection réservée aux investisseurs en *crowdfunding* afin de connaître les risques liés à cette méthode de financement, mais

Le financement participatif ou Crowdfunding, quel régime juridique pour cette opportunité économique ?

Etude des modèles français et allemands

également de voir quelles créations législatives sont intervenues ou pourraient intervenir pour protéger davantage (mieux ?) les investisseurs en financement participatif.

### III – PROTECTION DES INVESTISSEURS

Il est *prima facie* important de noter que les plateformes de *crowdfunding* ont une tendance certaine à se spécialiser dans un type d'investissement particulier afin de toucher un public cohérent d'investisseurs qui présentent le même profil. Elles se spécialisent particulièrement selon les types d'entreprises à financer<sup>40</sup>. Ainsi, la plateforme Gründerplus en Allemagne est dédiée entièrement au financement des entreprises liées au E-Commerce, la plateforme française MyMajorCompany faisant quant à elle office de leader en matière de mécénat artistique.

Cette spécialisation des plateformes inspire une certaine confiance à l'investisseur qui se trouve face à un spécialiste, un expert du financement participatif dans tel ou tel domaine. Ce qui laisse à supposer que les projets choisis présentent un certain caractère de solidité, et qu'ils peuvent être voués à une réussite commerciale future.

Face à des projets similaires, la plateforme est amenée à fournir des prestations complémentaires et sérieuses, telles que le choix précis des projets qui seront financés et qui présentent des caractéristiques de sérieux<sup>41</sup>. Ainsi, elles auront la possibilité d'émettre des pactes d'actionnaires semblables pour les entreprises du même marché, qui présentent les mêmes caractères.

Prenons l'exemple du financement d'une boulangerie locale. Celle-ci aura pour but d'ouvrir au plus vite afin de permettre au futur boulanger de rapidement réaliser un chiffre d'affaire et dès lors d'être en mesure de donner aux investisseurs les retours nécessaires à leur investissement. *A contrario*, l'investisseur qui souhaite investir dans des projets de parcs éoliens doit avoir conscience que ceux-ci ne sont rentables qu'à long terme, après une période de détermination du projet et obtention des permis variant de cinq à sept ans. Ainsi, tant les projets financés que les investisseurs qui y sont liés présentent des caractères de similitude entre eux, qui permettent aux plateformes d'être plus efficaces, tant concernant les porteurs de projet qui souhaitent obtenir un financement rapide, que les investisseurs qui souhaitent miser sur des projets viables, et qui fournissent une certaine sécurité. Ainsi, le caractère

---

<sup>40</sup> KLÖHN (Lars) et HORNUF (Lars), « *Crowdinvesting in Deutschland* », op. cit., p. 245.

<sup>41</sup> Ibid.

« avisé » de l'investisseur porte à croire qu'il sait ce dans quoi il investit, et l'objet de la mobilisation de ses fonds.

Pour autant, est-ce que même l'investisseur-particulier avisé et connaisseur en la matière doit être laissé sans protection ? Il ne revêtira pas la qualité de professionnel et devrait dès lors bénéficier d'une protection particulière si on suit l'évolution du droit de la consommation en Europe de manière récente. Le même type de protection doit-il se démocratiser dans la protection des petits investisseurs ? Le risque n'est-il pas une composante inhérente au fait d'investir ? Doit-on chercher à obtenir le risque zéro pour l'investisseur ? Ceci ne risque-t-il pas de tuer le *crowdfunding* dans l'œuf, en apportant une sécurité qui existait déjà sur les marchés financiers classiques et rapprochant ainsi le financement participatif de la finance traditionnelle ?

## A – Règles classiques

Les types de *crowdfunding* que nous avons pu étudier précédemment (cf. supra I), amènent, selon leurs types, des moyens de protection des investisseurs en financements participatifs différents. En effet, les modèles de financement participatif diffèrent, et les solutions pour protéger les investissements y liés également. La législation afférente aux différents moyens de financement varie tant en France qu'en Allemagne selon le type de levée de fonds concerné. Ainsi, il convient de distinguer les règles applicables au *crowdfunding* qui relèvent du droit commun et celles qui se rapportent au droit des affaires.

Le *donation model* (*Schenkungsmodell*, don) ne fait pas l'objet d'une réglementation particulière afin de protéger l'investisseur. Ceci est inhérent à la forme même que prend ce financement, puisque la personne qui réalise un don ne souhaite, en toute logique, évidemment pas récupérer l'argent qu'il a donné pour le projet. Le porteur de projet lui, pourra, conformément aux articles 931 et suivants, ainsi que 1134 c.civ. relatif à tout contrat, et au § 561 BGB, exiger la remise de la chose (de la somme) promise, sans contrepartie financière de la part de l'autre partie. En effet, le don étant un contrat classique, il fait peser sur la partie donatrice des obligations, en particulier la remise de la chose au donataire.

Ce modèle de financement participatif, bien que représentant aujourd'hui la majorité du volume des sommes versées sur les plateformes de *crowdfunding*, ne doit pas faire l'objet d'une attention particulière puisque sa construction simple, tant économiquement que juridiquement, ne saurait obliger les législateurs nationaux ou communautaires à s'y intéresser. Ceci est en particulier dû à l'absence de volonté de

contrepartie de la part du donateur qui souhaite simplement réaliser une bonne action en finançant un projet qu'il estime louable.

La forme de financement la plus proche historiquement du modèle basé sur le don est celle de la prévente. En effet, on estime aujourd'hui sur le plan économique que ces deux formes de financement participatif sont très proches, puisque l'objet (*reward*) que va recevoir le donateur tend à être plus considéré comme un échange plutôt qu'une prévente. En effet, le seul but de ces cadeaux donnés par le porteur de projet est d'inciter « l'investisseur » (si tant est, au vu de ce qui précède, qu'on puisse le nommer ainsi) à réaliser son don. Pour autant, sur le plan juridique, cette récompense est en fait une obligation pesant sur le porteur de projet de remettre la chose en échange de la prestation fournie par l'investisseur, à savoir le versement d'une somme d'argent. Dès lors, les dispositions classiques applicables au droit de la vente sont applicables. Ainsi, les articles 1582 et suivants du Code civil ainsi que 433 ff. BGB sont applicables à ces conventions. Ils obligeront « l'acheteur » au paiement de la somme due et « le vendeur » à livrer la chose promise.

L'acheteur se trouvera alors protégé dans son « investissement » puisqu'il est assuré par le droit civil de recevoir la chose en échange de laquelle il a souhaité réaliser son don. Même si le droit applicable était celui relatif à l'échange, celui-ci reste également dans une constellation contractuelle et les articles 1702 à 1707 du Code civil protégeront les parties qui effectueront l'échange.

Le Code civil allemand, BGB, précise à son § 480 que les dispositions applicables à la vente (paragraphe 433 et s. du BGB) régissent également l'échange. Il est par conséquent plus qu'évident que les deux régimes (vente et échange) sont à assimiler et dès lors à ne pas différencier. Ce sont les mêmes obligations qui sont par voie de conséquence imposées aux parties prenantes au contrat.

Ainsi, quelles que soient les formes prises par le *crowdfunding* dans ses formes les plus classiques où le droit commun trouve application, les obligations des parties sont clairement définies et faiblement contraignantes. Ces formes ne posent pas de problèmes juridiques particuliers et il convient alors de ne pas s'y intéresser outre mesure, puisqu'elles restent sur des chemins battus et plus largement connus de tout un chacun. En outre, les faibles montants engagés dans ces types de financement (non pas en volume mais par opération de valeur nominale) et les faibles risques par conséquent y liés, démontrent le peu d'intérêt à accorder aux investisseurs qui pratiquent le financement participatif sous cette forme.

Il existe en revanche un risque réel pour les personnes accordant des prêts non rémunérés aux porteurs de projet. Ces risques se retrouvent à plusieurs niveaux. En

effet, le risque premier pour la personne possédant de la trésorerie et souhaitant en faire bénéficier un projet entrepreneurial via internet est que la plateforme par laquelle elle va effectuer ce prêt soit de mauvaise foi. Plus précisément, face à l'engouement observé et lié au *crowdfunding*, le risque de voir des personnes mal intentionnées venir se positionner sur internet, espace libre et accessible à chacun, est grand. Celles-ci pourront alors prétendre vouloir jouer un rôle d'intermédiaire entre le prêteur et le porteur de projet, mais ne seront en réalité que des escrocs qui se serviront de l'anonymat cher à internet pour agir. Elles se préoccuperont de faire disparaître les fonds et ni l'investisseur ni le porteur de projet ne sauront ce qu'est devenu cet argent. Pour peu que ces plateformes soient basées dans des pays qui ne pratiquent aucune coopération administrative ou judiciaire, toute action à l'encontre de la plateforme ne concourra à aucun résultat probant pour l'investisseur souhaitant récupérer sa mise. Le risque de voir l'argent disparaître est alors assez grand et c'est pourquoi l'ordonnance française apporte également des réponses à ce problème en instaurant la nécessité d'un agrément pour pouvoir effectuer des services de paiement (cf. supra II). Ainsi, les investisseurs seront protégés lorsqu'ils mettront de l'argent à disposition des entreprises, puisque la plateforme aura eu besoin d'un agrément décerné par l'AMF en France venant attester du sérieux des dites plateformes (Art 16 de l'ordonnance). L'AMF sera dès lors la « caution », le garant de l'absence de risques liés à un investissement via une plateforme de *crowdfunding* agréementée.

Bien entendu, cette solution ne saurait trouver son pendant en Allemagne, puisque celle-ci n'a pas encore souhaité légiférer concernant le financement participatif. Les investisseurs doivent alors se référer aux règles classiques applicables aux intermédiaires en financement, alors même que les plateformes de *crowdfunding* font leur possible pour ne pas tomber sous le joug de la régulation classique. Par conséquent, il semble probable que la protection apportée aux investisseurs allemands soit à considérer objectivement comme forte, puisque les règles applicables aux institutions classiques de la finance sont applicables (cf. supra II). Mais une étude précise et factuelle doit laisser apparaître quelques brèches dans cette protection puisque le statut des plateformes n'est pas clairement défini. Ainsi, il sera compliqué de savoir quel est le droit applicable à ce type de financement alternatif, si ce n'est le droit commun, peu protecteur vis-à-vis de l'honorabilité<sup>42</sup> des portails internet.

---

<sup>42</sup> ROUSILLE (Myriam), « 3 Questions: Le *Crowdfunding* », op. cit., p. 2195.

Le second risque pour les investisseurs est de ne jamais être remboursé de leur prêt<sup>43</sup>. En effet, que celui-ci soit à titre rémunéré ou non, l'investisseur qui va prêter de l'argent à une entreprise nouvellement créée ou en création, peut être confronté à son manque d'honorabilité première et à son insolvabilité future. L'entreprise n'exerce en général encore aucune activité au moment de son financement via internet et le risque lié à un échec commercial est grand. Il fait néanmoins partie de tout risque afférent aux investissements, et ne saurait dès lors être pleinement garanti, ni par le porteur de projet ni par la plateforme. Mais encore une fois, le risque réel est bien celui lié au manque de bonne foi de l'entreprise. Ainsi, celle-ci pourrait se faire passer pour une entité honorable et en réalité n'avoir pour seul dessein que de récupérer des sommes d'argent importantes avant de se volatiliser avec l'argent. Le *crowdfunding* n'a jusqu'à maintenant fait l'objet que de peu de situations semblables, mais il n'est pas impossible que cette situation voie le jour. Un seul cas de litige a été enregistré aux Etats-Unis où les initiatives de *crowdfunding* font contingent. Il concerne une start-up qui devait produire en masse des lunettes de haute technologie avec caméra intégrée (la société Zeyez).

Seulement, bien qu'ayant levé plus de 300.000 dollars, la société n'a toujours pas donné de signe de vie et aucune activité industrielle n'est enregistrée concernant la production des lunettes susmentionnées. Les investisseurs se retrouvent dès lors sur la touche, car ils ne savent pas où se situe leur argent et l'entreprise ne communique absolument pas avec eux afin de les informer de la situation. Tout porte à croire que les prêteurs de Kickstarter ont fait l'objet d'une arnaque savamment orchestrée, alors que Kickstarter est considéré comme une référence aux Etats-Unis en matière de financement participatif. Il faut relever que ces arnaques ne sont que très marginales et que l'aspect humain, caritatif, bienveillant et personnalisé, lié au financement participatif sur internet, prime sur toute volonté mal intentionnée. De nombreux projets ont vu le jour sans heurts et avec beaucoup de satisfaction pour l'ensemble des parties y ayant pris part.

Pour autant, une réponse est apportée en France par l'ordonnance du 30 mai 2014. Le nouvel article L.548-6 al. 11 CMF (article 17 de l'ordonnance) a fait naître une obligation de suivi des opérations à l'encontre de l'intermédiaire en financement participatif qui réalise des opérations de don ou de prêt, à titre onéreux ou non. Ce suivi des opérations est à prévoir « jusqu'à leur terme ». Ainsi, l'intermédiaire en financement participatif est dans l'obligation de veiller au bon déroulement des opérations et à leur bonne gestion jusqu'à la fin du processus. Afin de permettre

---

<sup>43</sup> Ibid.

aux plateformes de *crowdfunding* de pouvoir par elles-mêmes préjuger des entreprises candidates au financement participatif ainsi qu'à leurs projets, les plateformes auront, au titre de l'article 19 de l'ordonnance, accès au fichier bancaire des entreprises, FIBEN, afin de pouvoir s'assurer de la sécurité liée au financement des entreprises concernées<sup>44</sup>. Si ces entreprises commettent des erreurs, de manière volontaire ou non, dans la transmission de ces informations, et quant à leurs exactitudes, elles verront leurs responsabilités engagées, conformément au nouvel article L.548-1 CMF (article 17 de l'ordonnance).

L'ordonnance française, en son article 15, n'autorise qu'un seul prêt (« dans la limite d'un prêt par projet ») par investisseur pour un projet. Ainsi, la diversification du portefeuille des investisseurs n'est pas seulement conseillée, elle est légalement définie et obligatoire. Le montant étant lui aussi (dans le futur) déterminé par décret en Conseil d'Etat, l'investisseur sera protégé en ne pouvant pas prêter de sommes trop importantes et répétitives au même projet. La diversification est l'un des outils disponibles afin d'empêcher le surendettement des particuliers, puisque par son mécanisme simple, les produits éventuellement toxiques ne représenteront qu'une partie faible du portefeuille d'investissement du particulier. En cas de faillite de la société financée, le particulier ne perdra dès lors pas l'ensemble de ses économies investies sur un seul projet, mais seulement une petite partie d'entre elles. Ceci contribue à la protection *ipso facto* des investisseurs en les enjoignant de ne pas mobiliser leurs économies sur un produit unique.

En outre, les plateformes doivent fournir aux investisseurs toute une série d'informations concernant les projets, les taux des prêts, etc. (article 17 l'ordonnance / futur article L.548-6). Elles doivent également mettre en garde les investisseurs sur les risques liés au financement de ces projets, et notamment sur la prudence concernant le surendettement des porteurs de projet et des risques de défaillance de ces derniers. Selon l'article 17 de l'ordonnance et la création du nouvel article L.548-6 8°, les plateformes auront pour obligation de rédiger des « contrat[s] type[s] permettant de formaliser les conditions du financement dont les modalités de présentation et les mentions obligatoires sont fixées par décret en Conseil d'Etat ». Ceci aura pour effet de créer un cadre juridique stable dans le contexte de l'octroi de prêts par des particuliers via des plateformes de *crowdfunding* et contribuera à la protection des investisseurs afin de ne pas voir naître des contrats qui méconnaîtraient leurs droits et créeraient un déséquilibre notoire entre

---

<sup>44</sup> NOTTE (Gérard), «Financement participatif («*crowdfunding*»)). Ord. n° 2014-539, 30 mai 2014», op. cit., act. 417.

les parties. Le Conseil d'Etat étant amené à en fixer les conditions et termes, ce contrat procurera une grande sécurité à l'investisseur.

L'investisseur dispose alors d'une vision des plus larges et des plus complètes concernant ces projets et est alors à considérer comme averti, et pleinement en mesure de déterminer s'il souhaite investir dans la société qui cherche à se financer ou non. On pourrait difficilement imaginer une protection plus forte pour l'investisseur, bien que d'autres voies eussent pu être explorées (cf. infra conclusion).

En Allemagne, à défaut de réglementation particulière, il convient d'observer les règles de droit commun applicables. En conséquence, les dispositions des paragraphes 488 et s. du BGB sont applicables. A savoir, l'obligation pour le preneur de rembourser la somme à son échéance et de payer les intérêts y afférents. Mais ces dispositions légales ne sont pas plus protectrices que celles du droit commun français en l'occurrence, puisque les mêmes risques de disparitions et d'arnaques de la part des preneurs de prêt existent. Les investisseurs allemands ne disposeront alors comme protection supplémentaire que d'une aide d'ordre institutionnel. En effet, comme nous avons pu l'observer auparavant, les plateformes de *crowdfunding* pourraient rentrer dans la catégorie des *Vermögensanleger*, conseillers en investissement, et seraient dès lors soumises à la surveillance de la *Gewerbeaufsicht* en vertu de la *VermAnlG* (cf. supra II). Cette instance se charge de la surveillance des acteurs de droit commun, non soumis à la *WpHG* et à la sanction de la *BaFin*, puisque ne réalisant aucune opération en relation avec des titres financiers. Mais cette institution a des pouvoirs plus limités que la *BaFin*, et il n'est d'ailleurs absolument pas certain que les plateformes de financement participatif tombent sous le joug de cette régulation. En raison de l'absence de législation allemande, il apparaît compliqué de se prononcer clairement en direction d'une solution unique. Ce qui semble cependant évident, c'est que le législateur allemand souhaite se contenter des règles présentement applicables. Comme nous l'avons d'ores et déjà évoqué, ces règles sont très protectrices des particuliers et ce pourrait être une sage décision afin de conférer à l'investisseur une très grande sécurité. Le problème repose également dans le fait que l'application stricte de ces règles rendrait illégal le fonctionnement du *crowdfunding*, ce que cherche malgré tout à empêcher le législateur allemand. Celui-ci sera alors confronté à ses propres limites, puisque l'absence de réglementation a ses vertus mais également ses inconvénients.

Ainsi, l'ensemble de ces obligations, tant françaises qu'allemandes, tentent de répondre au besoin de protections à accorder aux investisseurs en financement

participatif. L'ordonnance française crée un cadre juridique strict et fait peser tant sur les porteurs de projets que sur les plateformes internet de nombreuses obligations d'honorabilité, solvabilité et compétences notamment. Le droit commun allemand est objectivement très protecteur mais ne saurait être appliqué directement et *stricto sensu*. Ainsi, les investisseurs allemands pourraient se retrouver dans des situations juridiques compliquées. Mais il convient également de s'intéresser aux règles qui vont venir s'appliquer aux modèles de *crowdfunding* liés aux différents droits spéciaux des affaires.

## **B – Règles applicables en droit bancaire et des affaires**

Bien que le prêt rémunéré ait fait l'objet d'une étude comme modèle de droit des affaires en première partie (cf. supra I.), il convenait de le lier au prêt non rémunéré en III. a. puisque ce sont les mêmes difficultés qui apparaissent vis-à-vis de la protection des investisseurs. En effet, le seul changement étant l'application de taux d'intérêts, le risque de ne pas être remboursé du principal est le même, si ce n'est supérieur au risque de ne pas retirer de gain de l'octroi de ce prêt. Dès lors, il convient de ne pas s'intéresser au prêt à titre onéreux ici, puisque les problèmes posés sont exactement les mêmes. Pour preuve, l'ordonnance française apporte exactement les mêmes solutions (cf. supra III. a.) pour le prêt à titre onéreux que pour le prêt gratuit, à savoir les obligations de suivi des opérations, d'information du prêteur etc.

Le risque réel ici est lié à l'achat de titres financiers émis par la société souhaitant se financer. En effet, le risque pour l'investisseur qui achète des actions ou obligations émises par la société est de perdre purement et simplement sa souscription au capital de cette société<sup>45</sup>. En effet, en sus de l'éventuelle mauvaise foi des plateformes que nous avons évoquée, il serait également envisageable que la société cherche à se financer frauduleusement et disparaisse avec les fonds récoltés sur internet ou encore qu'elle présente un projet absolument non viable. Cette dernière option est à envisager comme un risque que doit supporter chaque investisseur puisqu'il est inhérent à la notion même d'investissement qui ne saurait présenter une sécurité à 100 %. L'ordonnance française essaye de pallier à ces risques en créant de nouvelles dispositions y relatives.

---

<sup>45</sup> ROUSILLE (Myriam), « 3 Questions: Le *Crowdfunding* », op. cit., p. 2195.

Le financement participatif ou Crowdfunding, quel régime juridique pour cette opportunité économique ?

Etude des modèles français et allemands

Cette éventualité est en partie couverte par un code de bonne conduite <sup>46</sup>(art. 1<sup>er</sup> de l'ordonnance), qui contient entre autres une obligation de mise en garde qui pèse sur le conseiller en investissement participatif à l'article L.547-9 5<sup>o</sup> CMF nouvellement créé à cet article 1<sup>er</sup> de l'ordonnance du 30 mai 2014, puisque lesdits conseillers doivent prévenir les investisseurs des risques auxquels ils s'exposent. Ils doivent également se doter de moyens afin de mettre en place une politique de détermination de la volonté du client, de par la mesure de son portefeuille, de ses rendements attendus, en somme de vérifier que « l'offre proposée est adaptée à [sa] situation » (Art L.547-9 6<sup>o</sup> CMF).

Ainsi, l'investisseur est protégé en ce que tout est fait pour lui éviter des investissements toxiques ou non appropriés à ce qu'il recherche. Evidemment, le but est de faire du *crowdfunding* un outil de financement propre et net, qui ne laisse que peu de place à la spéculation financière et qui sera un moyen sûr de développer une activité ainsi que de placer son épargne.

Nous avons pu observer précédemment que beaucoup de règles de droit commun plus classiques viennent protéger les investisseurs en marge des règles créées par l'ordonnance française. Mais qu'en est-il des droits classiques liés à tout achat de participations dans une société ? En effet, l'achat de titres financiers sous forme d'actions émises par une société amène pour l'investisseur un ensemble de droits. Par exemple, les actionnaires sont particulièrement attentifs aux droits financiers, c'est-à-dire à la participation aux bénéfices via le versement de dividendes par la société (article L.232-11 c.com.), ou encore aux droits politiques tels que le droit de vote aux assemblées générales (Art. 1844 c.civ., L.225-96 et suivants c.com.), le droit à l'information (Art. 1855 c.civ.), dont bénéficie l'actionnaire afin de savoir comment est gérée la société.

La question qui se pose est de savoir si ces droits vont être respectés dans le cadre d'un financement de société par le système du *crowdfunding*, et si, également, la société qui lève des fonds grâce au financement participatif souhaite voir entrer dans son capital (avec les conséquences susnommées) des dizaines d'actionnaires qui pourraient faire un usage trop fréquent de leurs droits d'information par exemple et ainsi paralyser la vie de la société. Imaginons que la société qui a réussi à se financer l'ait fait avec le concours de 1500 investisseurs différents ayant chacun déposé de petits montants, il sera compliqué pour elle de réunir des assemblées générales, d'informer chacun du bon déroulé du business plan, etc...

---

<sup>46</sup> NOTTE (Gérard), «Financement participatif («*crowdfunding*»)). Ord. n° 2014-539, 30 mai 2014», op. cit., act. 417.

Ainsi, de nombreux montages de sociétés ont été créés pour empêcher ces dysfonctionnements, par l'interposition de société holding ayant pour objet de détenir la société qui exercera l'activité commerciale ou industrielle réelle. Ainsi, les actionnaires ne disposeront que de droits dans la société holding et non directement dans la société portant le projet entrepreneurial, ce qui aurait pour conséquence de les priver de certains droits naturels et inhérents à toute prise de participation.

Comme l'a précisé, à l'occasion du colloque dont les actes font l'objet de la présente publication, Me De Pellegars, qui a participé à la rédaction de l'ordonnance française du 30 mai 2014, cette dernière a été pensée par des avocats et des juristes, qui ont pu dès lors mettre au service du législateur leurs connaissances pratiques. En effet, ces montages avec des sociétés interposées sont courants dans la pratique et il était évident que le *crowdfunding* ne ferait pas office d'exception en la matière. C'est pourquoi l'ordonnance française a expressément prévu, en son article 5 portant création de l'article L.533-22-3 CMF, que les conseillers en investissement participatif se doivent de vérifier que lorsque leurs clients ont investi dans une société qui « 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 ». Ainsi, l'ordonnance française a directement ciblé les cas de sociétés qui ne seraient qu'un écran entre les investisseurs et le projet entrepreneurial. Le législateur fait peser sur les conseillers en investissement participatif qui proposent des titres financiers une obligation supplémentaire quant à l'honorabilité et à la bonne gestion des opérations face à leurs clients.

Les plateformes devront dès lors assumer une obligation préventive supplémentaire, en particulier celle de l'accès aux comptes de la société qui réalise l'activité financée. Cet accès aurait pu s'avérer particulièrement compliqué sans cette disposition<sup>47</sup>, puisque les actionnaires de la société holding sont *ipso facto* actionnaires seulement dans cette société et non dans celle qui porte le projet. L'ordonnance française a donc encore une fois réglé un problème qui aurait potentiellement pu survenir en créant une obligation à charge des portails internet.

En Allemagne, des règles similaires aux dispositions classiques françaises de droit des sociétés existent bien évidemment. Ainsi, les paragraphes 716 du BGB, 51a GmbHG, 131AktG confèrent aux actionnaires de sociétés, soient elles des GmbH

---

<sup>47</sup> KLÖHN (Lars) et HORNUF (Lars), « *Crowdinvesting in Deutschland* », op. cit., p. 243.

Le financement participatif ou Crowdfunding, quel régime juridique pour cette opportunité économique ?

Etude des modèles français et allemands

ou AG, des droits de contrôle ou d'information (*Kontrollrecht / Auskunftsrecht*). Ainsi les actionnaires de sociétés allemandes rencontrent en soit les mêmes protections que les actionnaires français, à savoir un droit de regard et d'information quant aux affaires et à la comptabilité de la société. Il en va de même pour toute société qu'elle soit financée de manière participative ou non. Or, nous avons évoqué la détention de titres dans des sociétés de participation, qui pourrait elle aussi avoir lieu en Allemagne, ce type de structuration de groupe existant de chaque côté du Rhin. Mais ni le législateur allemand ni le gouvernement fédéral n'ont souhaité prendre de quelconques dispositions en la matière et il n'existe donc pas de normes nouvelles et spéciales concernant le *crowdfunding*. Les actionnaires qui ont acheté leurs titres via les portails internet bénéficieront donc des règles de protection classiques, liées à tout actionnariat. Ces dispositions sont évidemment protectrices et adaptées à la protection des investisseurs classiques, mais particulièrement inadéquates au financement participatif, puisqu'en toute logique, les règles classiques sont à appliquer à des constellations sociétaires et entrepreneuriales classiques.

Le financement participatif représente *a contrario* un mode de financement alternatif, en marge du système. Que ce soit en France ou en Allemagne, il faut tout de même prendre en compte que l'achat d'actions soumet les investisseurs à un pacte d'actionnaire. Celui-ci prend évidemment une forme contractuelle. Dès lors, des changements peuvent y être apportés par le biais de clauses qui viendraient réduire les droits des actionnaires, qu'ils soient financiers, politiques ou patrimoniaux. On peut alors imaginer la création de classes d'actions pour les sociétés, qui n'émettraient sur le marché du financement participatif que des actions emportant des droits financiers mais aucun droit politique, ou qui confèreraient à certains actionnaires des droits financiers plus importants, ou dont la distribution des dividendes serait soumise à des conditions de durée de détention, etc. On pourrait également envisager une situation dans laquelle la rémunération des titres financiers achetés par les investisseurs serait fixe et plutôt basse, que les bénéfices dégagés par la société soient importants ou non. Mais ceci ne devrait pas faire l'objet d'une protection particulière, si ce n'est celle d'une information obligatoire, préalable à l'achat des titres, car une fois que l'investisseur a pu déterminer ce dans quoi il investissait, et qu'il s'est décidé à réaliser son investissement sociétaire, il serait paradoxal de lui conférer des droits auxquels il n'a pas expressément souhaité souscrire. En marge du système légal et réglementaire, il semblerait donc primordial de s'intéresser à des facteurs plus subjectifs et personnels, liés à la personne et à la

volonté même des investisseurs de placer leur argent dans des produits plus ou moins sécurisés.

## CONCLUSION

Face au développement exponentiel du marché du financement participatif, de nombreux acteurs sont amenés à se positionner sur ce marché. En premier lieu les entreprises / porteurs de projet et les investisseurs bien entendu. Mais les institutions étatiques auront également leur rôle à jouer. En effet, comme nous avons pu l'observer, la situation juridique liée au *crowdfunding* est plutôt floue et lacunaire, ce qui pourrait engendrer des contentieux dans le cadre des financements via internet. La France a fait le pari de légiférer rapidement après les premiers balbutiements et succès du financement participatif, tandis que l'Allemagne préfère adopter une position d'immobilisme et de diagnostic de la situation. Il convient ici de s'interroger sur la nécessité réelle de légiférer et, si ce besoin de réglementation se fait sentir, dans quel sens.

En effet, nous avons pu observer que de nombreuses barrières existantes pouvaient freiner le développement du *crowdfunding*, demain si nécessaire au financement des entreprises et des projets entrepreneuriaux. Ainsi, les réglementations en vigueur et les monopoles régissant le marché financier, qui sont les mêmes dans chaque pays de l'Union européenne, faisaient entrer le financement participatif dans l'illégalité. Le principe même du *crowdfunding* est précisément de rester en dehors du marché classique, mais il apparaît évident que les plateformes de levée de fonds ne pourront pas indéfiniment se positionner comme des électrons libres. En effet, la réception de fonds et l'octroi via internet de prêts entraînent en opposition avec les monopoles susmentionnés (cf. supra II). Ces monopoles qui existent ont été établis, afin de protéger à la fois les particuliers et épargnants, et le monde de la finance lui-même. La question qui se pose est de savoir si le *crowdfunding* a besoin des mêmes protections.

Si l'on considère que les investisseurs « 2.0 » sont des investisseurs au même titre que ceux qui passent par les marchés classiques, alors oui, il convient de les protéger de la même façon. Les études de profils des investisseurs en *crowdfunding* réalisées par les plateformes tendent à établir le profil type suivant : les investisseurs sont des hommes à 93,7%, âgés de 39 ans en moyenne<sup>48</sup>. Ces investisseurs masculins sont majoritairement de profession indépendante, instruits, et

---

<sup>48</sup> KLÖHN (Lars) et HORNUF (Lars), « *Crowdinvesting in Deutschland* », op. cit., p. 244.

appartiennent à une catégorie sociale dite « classe moyenne supérieure »<sup>49</sup>. Ils déclarent avoir déjà possédé des actions ou autres titres financiers et avoir des connaissances dans la gestion d'un patrimoine immobilier pour la plupart<sup>50</sup>. Leurs connaissances relatives du monde de la finance leur permettent également d'envisager une forte diversification de leur portefeuille<sup>51</sup>. Par ailleurs, 95% des investisseurs mettent leur épargne à disposition d'une société dans les 4 mois après leur inscription à une plateforme de financement participatif, et 24% des mêmes investisseurs financent même rapidement deux sociétés émettrices de titres. Ils ont donc une réelle connaissance du marché et de la nécessité de diversification de leur portefeuille.

Ainsi, il existe une interrogation réelle quant à la nécessité impérieuse de protéger ces investisseurs. S'ils ont l'habitude de prendre des risques avec leur épargne en investissant sur les marchés classiques, leur approche devrait rester sécurisée sur les marchés du financement participatif et ils ne devraient pas bénéficier dès lors de protections qui outrepasseraient celles accordées aux investisseurs dits « classiques ». Mais le public qui rejoint le monde du *crowdfunding* a tendance à s'élargir et celui-ci se destine tout particulièrement à cette nouvelle masse de petits apporteurs de fonds. En effet, il ne faut pas nécessairement disposer de grandes sommes d'argent pour investir sur des plateformes comme Kickstarter ou KissKissBankBank pour ne citer qu'elles. Certains projets se financent dès 1 euro (ou dollar) par investisseur et ceci est donc à la portée de tout un chacun. Et c'est cet investisseur indifférencié, non « qualifié »<sup>52</sup>, ce « Monsieur tout le monde » qui souhaite investir dans une économie qui répond à la recherche d'un but altruiste<sup>53</sup>, plus « solidaire » que celle classique liée au monde traditionnel de la finance qui va plus particulièrement faire l'objet de protection. Bien que les nouvelles obligations créées par l'ordonnance française du 30 mai 2014 ne se dirigent pas que vers les investisseurs non qualifiés, il est clair qu'en marge des allègements administratifs pour les plateformes, le reste des normes est très protecteur pour les investisseurs. Ainsi, les plateformes de *crowdfunding* vont faire l'objet de nombreuses obligations,

---

<sup>49</sup> Ibid.

<sup>50</sup> Ibid.

<sup>51</sup> Ibid.

<sup>52</sup> L'investisseur qualifié et enregistré comme tel ne bénéficie d'ores et déjà pas des mêmes conditions de protection. Comme nous avons pu l'étudier, les offres de titres au public qui ne sont destinées qu'à des investisseurs qualifiés ne font pas nécessairement l'objet de la rédaction d'un prospectus d'information (cf. supra II. c.).

<sup>53</sup> JANSEN (Jean David) et PFEIFLE (Theresa), « Rechtliche Probleme des *Crowdfundings* », op. cit., p. 1842-1843.

notamment de compétence, transparence et bonne conduite envers leurs clients, à l'instar des obligations qui pèsent nouvellement sur elles, telles que le devoir d'information, de politique de gestion des conflits d'intérêts, d'adaptation de l'offre au client, de nécessité de souscrire à une assurance professionnelle, qui, même si les conditions y afférentes ne sont pas encore connues, devrait être très onéreuse, etc. Ces obligations sont donc très nombreuses et protectrices pour les investisseurs, ce qui devrait les rassurer.

Mais paradoxalement, il convient de se poser la question si la création de toutes ces nouvelles normes ne pourrait pas venir considérablement freiner l'essor du *crowdfunding* en France, plutôt que de le favoriser comme le souhaite le gouvernement français. En effet, c'est face aux nombreuses et étouffantes obligations qui pesaient sur les banques classiques, qu'investisseurs et porteurs de projets ont développé ce système, en marge du cadre traditionnel<sup>54</sup>. Certaines obligations, telles celles liées à la lutte contre le blanchiment d'argent et contre le terrorisme (art. 21 de l'ordonnance) ne sauraient véritablement peser sur les plateformes. Le volume marchand et la valeur unitaire des sommes mises en jeu ne permettent pas aux plateformes de supporter des coûts aussi importants en matière de politique-KYC (« *Know Your Client* ») et compliance<sup>55</sup>. Le gouvernement français a fait preuve de bonne volonté en rédigeant son ordonnance, mais cette dernière est-elle à la hauteur des enjeux, et surtout, correspond-elle aux besoins du *crowdfunding*? Les réponses apportées en matière réglementaire semblent plutôt adaptées, puisqu'il fallait impérieusement créer des dérogations aux monopoles du secteur que sont le monopole des services de paiement et le monopole bancaire. L'adaptation du régime des offres au public de titres financiers permet elle aussi aux entreprises de ne pas voir peser sur elles la rédaction d'un prospectus informatif beaucoup trop lourd et trop coûteux, qui les aurait *de facto* éloignées de ce mode de financement et de tout autre en raison d'une charge économique trop forte.

Mais les nouvelles obligations qui viennent s'ajouter à ce système novateur pourraient également avoir un effet de frein sur le marché du *crowdfunding*. Les conditions strictes d'accès pour les administrateurs à la gestion des plateformes, l'agrément que doit recevoir la plateforme auprès de l'instance nationale qu'est l'AMF, et toute la série de devoirs de suivi et de renseignements qui pèsent sur ces plateformes pourraient bien avoir raison de la création de nouvelles plateformes et donc de développement du marché. En effet, si le processus de création de plateformes internet de *crowdfunding* devenait aussi compliqué en termes de

---

<sup>54</sup> ROUSILLE (Myriam), « 3 Questions: Le *Crowdfunding* », op. cit., p. 2195.

<sup>55</sup> NOTTE (Gérard), «Financement participatif («*crowdfunding*»). Ord. n° 2014-539, 30 mai 2014», op. cit., act. 417.

démarches administratives que d'obligations inhérentes à la profession, l'intérêt pour ce mode de financement baisserait fatalement et le marché s'effondrerait.

En outre, afin d'éviter d'éventuelles arnaques par les plateformes et/ou porteurs de projets qui déjoueraient l'attention de l'AMF, des décrets en Conseil d'Etat et des règlements de l'AMF vont venir créer et réglementer des seuils de sommes que les investisseurs vont pouvoir apporter *a maxima* dans un projet. On évoque aujourd'hui un seuil maximal de 250 euros par investisseur et par projet, ainsi qu'une limitation de financement à hauteur de 300.000 euros pour les entreprises<sup>56</sup>. Ces seuils apparaissent comme incroyablement bas face à l'apport de si petites sommes de la part des investisseurs. En effet, prêter 250 euros à une entreprise ou encore prendre des actions à hauteur de 250 euros ne sera, sur le plan marchand, que très peu intéressant. Les taux des prêts sont fortement encadrés et ne sauront dès lors représenter une rentrée d'argent intéressante pour l'investisseur. Quant aux éventuels reversements de bénéficiaires, qui n'interviendront certainement pas rapidement, ils seront également faibles, puisque le montant des prises de participation l'est lui aussi. Le *crowdfunding* « entrepreneurial » pourrait alors perdre tout intérêt et les investisseurs potentiels pourraient se détourner de ce nouveau type d'investissement s'il ne représente plus un nouveau produit audacieux et intéressant. La question reste dès lors ouverte de savoir si l'ordonnance française n°2014-559 du 30 mai 2014, dans sa volonté de favoriser et développer le marché du financement participatif en France, n'est pas allée trop loin dans la défense qu'elle accorde aux personnes qui souhaitent apporter des fonds et à la protection des investisseurs. Cette éventuelle « exagération » de la protection pourrait dès lors influencer sur le marché de manière à stopper son développement. Bien que le financement participatif se soit majoritairement développé en marge du système classique, et malgré les retouches et exonérations apportées à certaines formalités administratives par l'ordonnance, il semblerait que le *crowdfunding* n'aura d'autres choix que de « rentrer dans le rang » et de se soumettre à des obligations réglementaires conséquentes.

La situation est différente en Allemagne et comporte elle aussi son lot d'avantages et d'inconvénients. En effet, l'absence de régulation de la part du gouvernement ou du congrès *Bundestag-Bundesrat* a comme avantage certain de ne pas prendre position. Ainsi, étant donné que le régulateur/législateur est souvent amené à commettre des erreurs de qualification juridique ou de créer un décalage entre la volonté législative et le monde économique, cette position permet de ne pas réaliser

---

<sup>56</sup> FORNER-ORDIONI (Elsa), « *Crowdfunding* : l'important, c'est de participer ! », op. cit., p.7-8.

d'erreurs. Nous avons pu observer précédemment que l'éventualité d'une législation trop stricte et créant trop de protections en France pourrait éventuellement nuire au développement du *crowdfunding*. L'Allemagne peut dès lors tirer profit de son absence de réglementation par une « autorégulation » du marché. En conséquence, le marché développerait des règles *sui generis*, qui trouveraient leur genèse dans les besoins des investisseurs, des plateformes et des porteurs de projet. Une intervention étatique pourrait conduire à la création de règles inadaptées. Pour autant, il convient de se demander si une faible intervention ne serait tout de même pas nécessaire. Elle n'entrerait pas en conflit frontal avec le mode de fonctionnement « à part » du *crowdfunding*, mais viendrait poser quelques règles élémentaires favorables à la sécurité juridique nécessaire à ce mode de financement. On pourrait par exemple envisager et encourager la création de contrats types (soient-ils de prêts ou sous forme de « pactes d'actionnaires » cadres), qui permettrait aux investisseurs d'opérer toujours selon le même mode. L'usage permettrait alors d'en corriger les clauses non-pertinentes ou celles qui ne seraient pas en phase avec les besoins de ce type de financement. Après tout, l'usage et la coutume sont une source de droit importante pour le droit commercial allemand et cela aboutirait à la création d'un contrat type « idéal » en osmose avec les besoins du marché. Car en effet, il a été relevé que la création d'un contrat standardisé conduit à une meilleure impression subjective et personnelle des plateformes et des porteurs de projets<sup>57</sup>. Un vide juridique mènerait à une certaine insécurité qui pourrait elle aussi mener à des contentieux juridiques et qui auraient pour conséquences de stopper l'investissement par internet si ce marché devenait trop instable et non-sécurisé. Tout ceci est alors question de « dosage » et d'équilibre entre les besoins réels du marché en terme de protection et de sécurité, tout en évitant de créer un cadre sur-réglementé qui n'aura que pour effets de rapprocher le *crowdfunding* des marchés classiques et dès lors, d'en ôter tout intérêt face à la finance traditionnelle.

On pourrait également se demander s'il n'existerait pas d'autres pistes que devraient explorer les institutions régulatrices nationales et/ou européennes. En effet, les obligations de sécurité auraient pu revêtir d'autres formes, comme par exemple l'impérieuse nécessité de ségrégation de l'argent sur les comptes bancaires des plateformes<sup>58</sup> par la création de *side pocket* par exemple. Ainsi, l'argent des investisseurs de chaque projet pourrait être séparé du reste des liquidités de la plateforme, et des *side pocket* dédiées à chaque projet apporteraient une certaine

---

<sup>57</sup> MESCHKOWSKI (Alexander) et WILHELMI (Frederike K.), « Investorenschutz im *Crowdinvesting* », op. cit., p. 1411-1412.

<sup>58</sup> ROUSILLE (Myriam), « 3 Questions: Le *Crowdfunding* », op. cit., p. 2195.

sécurité dans la gestion des fonds reçus. Il est clair que l'ordonnance française a décidé que les plateformes serviraient à canaliser les fonds liquides des investisseurs avant de les retransmettre aux porteurs de projets. Ceci permet par ailleurs la conservation des fonds jusqu'à l'obtention totale de la somme requise. Dans le cas où cette somme ne serait pas atteinte, la pratique veut que les investisseurs récupèrent leurs mises, il n'y a donc pas vraiment de problèmes de ce côté-là. Mais une constellation où les porteurs de projets recevraient directement les fonds aurait aussi pu être envisageable<sup>59</sup>. Les investisseurs auraient pu verser directement les fonds sur les comptes des porteurs de projets pour éviter de passer par un intermédiaire qui prendrait des commissions et se rémunéreraient sur les transactions. Mais il apparaît clairement que cette éventualité présente de nombreux inconvénients quant à l'honorabilité et à la bonne foi des porteurs de projets ; le risque d'être tenté de disparaître avec les fonds, ou de les utiliser à des fins non exposées dans le projet soumis aux investisseurs étant plus grand lorsque l'argent est déjà disponible sur le compte bancaire du destinataire.

Nous avons pu observer que le *crowdfunding* revêt pour le moment essentiellement un caractère altruiste, humain, solidaire. Le problème qui est lié à cet aspect « social » de ce mode de financement est particulièrement relatif à la géolocalisation du projet. En effet, les études statistiques montrent que les investisseurs (ou donateurs) en financement participatif ont tendance à aider le développement de l'économie locale, géographiquement proche. On ne peut presque pas évoquer des financements nationaux, l'échelle relevant plutôt du régional ou même intra-urbain ; le financement participatif fait face à une segmentation très locale du marché<sup>60</sup> ! Mais le développement du *crowdfunding* vers des projets plus entrepreneuriaux et moins humanitaires amènent à investir « plus loin ». Les investisseurs étrangers représentent pour l'instant une immense minorité sur les marchés locaux de financement participatif<sup>61</sup>, mais le développement « mercantile » du *crowdfunding* et l'utilisation d'internet amèneront à un volume de financement international plus important. Quelle sera dès lors la réponse du marché et des législateurs à cette tendance ? Les autorités internationales ou communautaires vont-elles créer un « passeport » afin qu'une plateforme de *crowdfunding* qui enregistre de bons résultats en France puisse se développer en Allemagne sur le même marché ? Devra-t-elle se soumettre à des conditions totalement différentes en fonction des pays dans lesquels elle souhaite s'installer, y remplir également des

---

<sup>59</sup> KLÖHN (Lars) et HORNUF (Lars), « *Crowdinvesting in Deutschland* », op. cit., p. 243.

<sup>60</sup> Ibid. p. 246.

<sup>61</sup> Ibid.

obligations lourdes et factuellement répétitives d'enregistrement et d'agrément ? Quel sera le droit applicable aux relations de financement participatif dans une constellation représentant un investisseur d'un pays A, une plateforme située dans un pays B faisant référence en la matière et éventuellement une société qui souhaite créer une filiale dans un pays C ?

Il semble que l'Union européenne aura également un rôle important à jouer, afin de créer un cadre juridique communautaire identique dans l'ensemble des 28 Etats membres et de permettre dès lors aux plateformes et aux activités et actifs du *crowdfunding* de se délocaliser sur l'ensemble du territoire européen. Les Etats-Unis, par l'adoption du JOBS Act ont décidé de faciliter l'accès au financement participatif et de le soutenir. L'Allemagne et l'Europe ont pour l'instant décidé d'adopter une position de spectateur afin, peut-être, d'établir par la suite une législation qui s'appuie sur les meilleurs pans des systèmes qu'ils auront pu observer. L'ordonnance française n°2014-559 du 30 mai 2014 est entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> octobre 2014, conformément à son article 38. Il conviendra alors de s'intéresser rapidement au déroulement pratique des nouvelles obligations créées et à une étude cette fois factuelle de la situation, afin d'apprécier si la volonté française de prendre le leadership européen en matière de *crowdfunding* s'est correctement traduit dans la réalité du marché financier, particulièrement si les obligations nouvellement créées par l'ordonnance française sont adaptées à ce marché « hybride » du financement participatif. La plus grosse interrogation repose également sur les modalités d'application de l'ordonnance. En effet, de nombreuses caractéristiques factuelles dans les dispositions de l'ordonnance sont, respectivement, soumises à des règlements de l'AMF, de l'ACPR, ainsi qu'à des décrets du Conseil d'Etat. Les montants évoqués susmentionnés peuvent sembler en aberration avec la réalité du marché. Ainsi, l'étude du choix, dépendant en réalité d'une « politique » d'investissement soutenue ou non par la volonté législative, du sort à réserver à l'avenir au *crowdfunding* permettra de mettre en relief la genèse législative française du mois de mai 2014 afin de savoir si celle-ci, bien que précurseur en la matière, est adaptée. Le gouvernement français a indéniablement fait preuve de volontarisme ; reste à savoir si les solutions trouvées et apportées peuvent s'inscrire dans la pérennité.