

LE FINANCEMENT PARTICIPATIF PAR SOUSCRIPTION DE TITRES À L'INTERNATIONAL

REID FELDMAN*

Le financement participatif (*crowdfunding*) est un phénomène important, à cause non seulement de son potentiel pour devenir une source non négligeable de financement pour l'économie (ce qui reste à confirmer), mais également des questions suscitées par le phénomène sur le plan réglementaire.

Car à l'étranger comme en France, la problématique réglementaire qu'il pose met en question le caractère adéquat du système classique de protection de l'investisseur : tout simplement, est-ce que le système est trop lourd pour remplir efficacement son rôle de protection de l'investisseur ?

Les interrogations à ce sujet sont mises en évidence par les réformes prévues ou en place dans plusieurs pays en Europe (France, Royaume-Uni et Italie) et aux États-Unis.

LA PROBLÉMATIQUE RÉGLEMENTAIRE

Dans tous les modèles de financement participatif – par le don, le prêt ou la souscription de titres –, le grand public est sollicité pour mettre son argent au service d'un projet, qu'il soit à vocation sociale, culturelle ou entrepreneuriale.

La problématique réglementaire fondamentale concerne la mesure dans laquelle il convient :

– d'une part, de prescrire ou de restreindre le comportement des acteurs du financement participatif (donateurs/investisseurs et porteurs de projets), en

* Avocat associé, cabinet Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP, Paris et New York.

imposant des obligations réglementaires souvent lourdes, notamment de communication financière (par exemple, le prospectus) ;

– d'autre part, de faciliter l'action privée en réparation des investisseurs lésés à l'encontre des émetteurs, des intermédiaires et des dirigeants, ce qui permet non seulement de combler les pertes, mais également de dissuader les acteurs indécis ou négligents.

Rappelons qu'en l'absence de réglementation spécifique, chaque partie bénéficie néanmoins des règles de droit commun. Certaines de ces règles sont communes à de nombreux systèmes de droit, notamment la protection contre le dol¹, l'escroquerie² ou l'abus de faiblesse ou d'ignorance³, bien que les modalités d'exercice des recours diffèrent d'un système juridique à l'autre. En outre, le droit commun peut comporter d'autres règles protectrices de l'investisseur, par exemple la législation française qui rend les dirigeants d'une société responsables de leurs fautes causant un préjudice personnel à l'actionnaire⁴ (par exemple, des manœuvres destinées à donner une « image tronquée » de la situation de l'entreprise⁵ ou des communications faisant état d'un « optimisme mensonger » concernant les données financières⁶).

On sait néanmoins que l'efficacité de ces protections de droit commun est fonction de la facilité avec laquelle elles peuvent être mises en œuvre par l'investisseur. En effet, des recherches empiriques dans une cinquantaine de pays développés ou en voie de développement font croire que ce facteur est très important pour le développement des marchés de capitaux⁷. Les risques de responsabilité pesant sur les émetteurs, les intermédiaires et leurs dirigeants les incitent à éviter le mensonge ou la réticence fautive. En France, l'attitude de plus en plus accueillante des tribunaux envers les investisseurs lésés rend plus efficace les protections de droit commun.

Pour le financement participatif au moyen de dons, en France ou dans les autres pays mentionnés, les protections de droit commun sont apparemment considérées suffisantes pour prévenir des abus, sans ajouter une protection supplémentaire par le biais d'une réglementation spécifique. En particulier, nous n'avons connaissance d'aucune restriction sur le montant des dons fixé en fonction des ressources du donateur.

En effet, les pauvres comme les riches sont constamment sollicités, de tous bords, pour dépenser leurs ressources – pour les biens de première nécessité comme pour l'équipement (automobiles, téléviseurs, smartphones, etc.), la scolarité des enfants, le divertissement ou le luxe. Aucun texte ne limite la population en général dans les montants de dépenses courantes ou autres (y compris les dons), et un tel texte ne serait pas toléré dans une société libre.

Toutefois, dans le domaine financier, d'autres protections réglementaires ont été jugées nécessaires, notamment la réglementation des offres de titres au public et des intermédiaires financiers, pour établir cette couche additionnelle de protection de l'investisseur. Mais celle-ci n'est souvent pas compatible avec le financement participatif, d'où la volonté de réformes.

C'est dans ce cadre que se pose la question de savoir quelle mesure de protection additionnelle est nécessaire ou utile en matière de financement participatif.

LE RÉGIME RÉGLEMENTAIRE STANDARD APPLICABLE À L'OFFRE DE TITRES AU PUBLIC

Les régimes réglementaires actuels applicables aux offres de titres au public, élaborées à la suite des *krachs* boursiers et autres crises financières, sont bâtis sur un socle de communication financière sous forme de prospectus et de rapports financiers périodiques, destiné à révéler les informations pertinentes pour l'évaluation de l'investissement en question. Le non-respect des obligations des émetteurs et des intermédiaires est sanctionné par les actions publiques (amendes, blâmes, interdiction d'exercer, sanctions pénales, etc.) et également par les actions judiciaires privées mettant en cause la responsabilité pécuniaire des acteurs. Les coûts associés à ces régimes réglementaires sont absorbés par le système financier qui en bénéficie notamment par la confiance instillée dans l'esprit des investisseurs, ce qui favorise en principe le bon fonctionnement des marchés et, plus généralement, la création de richesse.

Toutefois, si le principe de transparence doit s'appliquer au financement participatif comme aux autres formes de financement, dans quelle mesure faut-il imposer à cette activité les mêmes formes et procédures coûteuses, conçues pour les opérations financières classiques ?

Rappelons qu'en Europe, les États membres disposent d'une grande liberté pour créer une réglementation spécifique pour le financement participatif par souscription de titres, car ils ne sont obligés de prévoir ni l'établissement d'un prospectus pour l'offre de titres au public de moins de 5 M€ (par période de douze mois)⁸, ni une autorisation préalable pour exercer l'activité de conseil en investissements en liaison avec des valeurs mobilières⁹.

La France a opté pour un régime de prospectus le plus restrictif possible, rendant obligatoire l'établissement d'un prospectus pour toute émission de titres au public d'au moins 100 000 euros (sur douze mois). D'autres pays (dont l'Allemagne) ont retenu le même seuil, mais certains (dont l'Italie et le Royaume-Uni) ont fixé des seuils plus hauts, parfois jusqu'à 5 M€ (c'est le cas de l'Italie et du Royaume-Uni). En matière de conseil en investissements financiers (CIF), le régime français est plutôt léger, prévoyant un statut (le CIF) comportant l'immatriculation, mais sans capital minimum, alors qu'une autorisation préalable est généralement nécessaire en Allemagne (sauf pour les plates-formes proposant des participations dans des sociétés tacites, *stille Beteiligungen*), au Royaume-Uni (où l'agrément est réservé jusqu'à présent aux plates-formes de financement participatif qui s'adressent uniquement aux investisseurs qualifiés) et en Italie.

Aux États-Unis, le cadre législatif interdit l'offre de titres au public en l'absence d'une documentation lourde et de l'immatriculation de l'émetteur auprès de la SEC (Securities and Exchange Commission). L'activité de CIF nécessite une autorisation préalable en qualité de *broker-dealer*.

LES RÉFORMES DU FINANCEMENT PARTICIPATIF PAR LA SOUSCRIPTION DE TITRES

C'est dans ce contexte que tous ces pays, sauf l'Allemagne, ont mis en place un régime réglementaire spécifique pour le financement participatif par souscription de titres ou (pour la France) prévoient de le faire.

Quels choix ont-ils fait ?

Les réformes en Europe

La réforme française, annoncée à Bercy le 14 février 2014, fait l'objet de l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 avec effet au 1^{er} octobre 2014, qui sera complétée par un décret d'application et d'une modification du règlement général de l'AMF (Autorité des marchés financiers). Le nouveau régime permettra l'émission de titres (de capital ou de dette) sans prospectus jusqu'à un maximum de 1 M€ (sur douze mois), à condition que les titres soient proposés uniquement par l'intermédiaire d'un site Internet animé par un « conseil en investissements participatifs » (CIP). Le CIP sera immatriculé, mais ne sera pas soumis à autorisation. L'accès aux informations sur les titres proposés sera limité aux clients ayant fourni des renseignements destinés à permettre au CIP de recommander des investissements adaptés à leur situation personnelle. Les émetteurs proposant des titres sur le site fourniront des informations comprenant notamment leurs activités et leurs projets, la description des risques, les derniers comptes existants et les participations par l'équipe dirigeante dans l'émission. Cette version allégée du système classique de communication des informations semble suffisante pour créer un cadre réglementaire approprié. Il reste à voir si les textes définitifs resteront conformes à cet objectif.

En Italie, à la suite de l'adoption de la législation en 2012 et d'un règlement promulgué en juin 2013, le financement participatif par souscription de titres est permis, sans prospectus, pour les émissions de titres des petites sociétés créées depuis moins de quatre ans et exerçant des activités dans des secteurs innovants et technologiques (le *start-up innovative*) ou à vocation sociale¹⁰. Seules sont éligibles les sociétés répondant à des critères détaillés¹¹. Ce régime de faveur pour le financement participatif en Italie comporte bien des complexités et se limite aux émetteurs dans les secteurs mentionnés ci-dessus. Certains ont appelé à

modifier ces règles, pour que le régime applicable au financement participatif en Italie soit moins complexe et sans limitation sectorielle.

La réforme au Royaume-Uni du financement participatif par souscription de titres illiquides (*non-readily realisable securities*) par le Financial Conduct Authority, avec effet au 1^{er} avril 2014, permet aux plates-formes de proposer le financement par souscription de titres non seulement à certains investisseurs qualifiés ou « sophistiqués », mais également aux clients des conseils en investissements agréés ; d'autres investisseurs, qui ne sont pas ainsi conseillés, peuvent investir 10 % au maximum de leur épargne (à l'exclusion de leur résidence principale, des plans de retraite et de l'assurance-vie). Il convient de noter que cette dernière limite ne vise pas une catégorie sociale, car elle s'applique à chaque investisseur, fortuné ou pas ; il semble plutôt destiné à souligner l'utilité pour l'investisseur de se faire conseiller.

Aux États-Unis

La législation américaine *JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups Act)*, adoptée en avril 2012, comporte en son titre III un nouveau régime pour le financement participatif. Toutefois, ce régime n'est pas encore rentré en vigueur, dans l'attente de la promulgation par la SEC des *regulations* (assimilables à un décret d'application), dont le projet a été publié en octobre 2013.

Le régime américain, moins lourd certes que le régime applicable aux émetteurs ordinaires, est néanmoins très restrictif et le projet de *regulations* a suscité de nombreuses critiques.

Dans ses grandes lignes, le nouveau régime américain (qui supplantera en grande partie les règles de droit fédéral et étatique actuellement applicables) est similaire au nouveau régime français : il permettra des émissions, à travers un site Internet, de titres jusqu'à 1 M\$ (environ 750 000 euros) sur douze mois, avec l'obligation pour l'émetteur de communiquer des informations un peu plus fournies que celles prévues par la réforme française. Il faudra notamment que les comptes de l'émetteur soient établis par un comptable indépendant, en cas d'émission dépassant 100 000 dollars, ou par un commissaire aux comptes, en cas d'émission dépassant 500 000 dollars.

Mais il existe plusieurs autres différences saillantes avec la réforme française.

Il est notamment établi des limites de participation, par investisseur, en fonction de son revenu, pour l'ensemble des investissements dans le cadre du nouveau régime : pour un investisseur dont le revenu annuel ou l'actif net est inférieur à 100 000 dollars, la limite sera égale à 5 % de ce revenu ou de cet actif net (mais au minimum 2 000 dollars), et pour un investisseur dont le revenu annuel ou l'actif net s'élève à 100 000 dollars au moins, la limite sera égale à 10 % de ce revenu ou de cet actif net (mais au maximum 100 000 dollars).

En outre, le projet de *regulations* crée une responsabilité potentielle impor-

tante pour les plates-formes de *crowdfunding*, en les assimilant aux preneurs fermes – bien que la plate-forme ne devienne pas le titulaire des titres, ne reçoive pas les apports des investisseurs, ne soit pas rémunérée au même niveau qu'un preneur ferme traditionnel ou par l'octroi de titres en question et surtout ne fasse elle-même ni d'offre, ni de cession de titres. Or on sait que les preneurs fermes, pour minimiser leur risque de responsabilité, entreprennent des investigations (due diligence) poussées, dont le coût élevé pourrait être prohibitif pour une plate-forme de financement participatif. Appliquer ce régime lourd de responsabilité aux plates-formes de financement participatif est peut-être excessif, compte tenu du maintien de ce régime pour les émetteurs eux-mêmes.

Il est instructif de comparer cette réforme définie par le titre III du *JOBS Act* avec la réforme américaine du régime de l'offre de titres aux investisseurs qualifiés (*accredited investors*)¹². Les plates-formes américaines de financement participatif limitant leur offre à de tels investisseurs disposant d'un certain niveau de ressources ont une grande liberté d'action relative, à condition de respecter notamment les obligations déclaratives attachées à l'activité de CIF. En outre, grâce à la libéralisation, par le titre II du *JOBS Act*, du régime applicable aux placements privés, à compter du 23 septembre 2013, l'offre à de tels investisseurs pourrait, sous certaines conditions, faire l'objet d'une publicité généralisée (*general solicitation* et/ou *general advertising*) y compris par Internet, sans pour autant entraîner l'application du régime général applicable aux offres au public. En outre, des plates-formes de *private placement* employant une telle publicité généralisée sont exonérées des obligations applicables à l'activité de *broker-dealer*.

L'approche méfiante de la réforme américaine semble liée à une réticence à dévier du modèle classique comportant des obligations lourdes de communication financière. Il est permis de douter de l'opportunité de maintenir à ce point l'attachement aux vieux modèles, à tout le moins dans le domaine du financement participatif.

IMPLICATION POUR LE SYSTÈME RÉGLEMENTAIRE GÉNÉRAL DE L'OFFRE DE TITRES AU PUBLIC

On constate des variations d'approche certaines entre les réformes en matière de financement participatif par la souscription de titres – en France, au Royaume-Uni, en Italie et aux États-Unis. Chaque pays a fixé à un niveau différent le seuil déclenchant une obligation lourde de communication financière et le degré de formalisme procédural imposé aux émetteurs et aux plates-formes.

Il est encourageant que la réforme française, telle qu'annoncée, soit relativement simple et libérale, notamment en comparaison avec les contraintes du régime américain futur (toujours pas mis en œuvre). Cette approche modérée pourra

être tout à fait suffisante pour protéger les investisseurs, dans le cadre du financement participatif, compte tenu des protections de droit commun dont ils bénéficient.

Si cette approche s'avère satisfaisante dans ce secteur, elle peut préfigurer un allègement du formalisme et du coût du régime réglementaire général de l'offre de titres au public, sans compromettre la protection réelle de l'investisseur.

L'expérience nous montrera, probablement dans un horizon de quelques années, quel sera l'apport du financement participatif à l'économie et à l'évolution de la réglementation financière.

NOTES

1. En droit français, le dol, qui donne à une partie la possibilité de demander la résolution d'un contrat pour nullité et la récupération de son investissement, est présent « lorsque les manœuvres pratiquées par l'une des parties sont telles qu'il est évident que sans ces manœuvres, l'autre partie n'aurait pas contracté » (Code civil, article 1116).

2. L'escroquerie, en droit français, qui, en plus des sanctions pénales, pourrait avoir pour conséquence la nullité d'un contrat et l'octroi de dommages et intérêts à la partie lésée, est constituée notamment « par l'emploi de manœuvres frauduleuses, (afin) de tromper une personne physique ou morale et de la déterminer ainsi, à son préjudice et au préjudice d'un tiers, à remettre des fonds (...) » (Code pénal, article 313-1).

3. En droit français, l'infraction est constituée par : « L'abus frauduleux de l'état d'ignorance ou de la situation de faiblesse soit d'un mineur, soit d'une personne dont la particulière vulnérabilité, due à son âge, à une maladie, à une infirmité, à une déficience physique ou psychique ou à un état de grossesse, est apparente ou connue de son auteur, soit d'une personne en état de sujétion psychologique ou physique résultant de l'exercice de pressions graves ou réitérées ou de techniques propres à altérer son jugement, pour conduire ce mineur ou cette personne à un acte ou à une abstention qui lui sont gravement préjudiciables. » (Code pénal, article 223-15-2).

4. Code de commerce article L225-251 : « Les administrateurs et le directeur général sont responsables, individuellement ou solidairement selon le cas, envers la société ou envers les tiers, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés anonymes, soit des violations des statuts, soit des fautes commises dans leur gestion. Si plusieurs administrateurs ou plusieurs administrateurs et le directeur général ont coopéré aux mêmes faits, le tribunal détermine la part contributive de chacun dans la réparation du dommage. »

5. Limoges, n° 11/01356, 17 janvier 2013.

6. Paris n° 2011/06831, 19 mars 2013 (Marionnaud).

7. La Porta R. *et al.* (2006), « What Works in Securities Laws? », *Journal of Finance*, vol. 61, pp. 1-32 (recherches relatives aux caractéristiques de systèmes réglementaires concernant l'émission de titres dans quarante-neuf pays).

8. Voir la directive Prospectus (directive 2003/71 modifiée). Elle prévoit plusieurs exceptions à l'obligation d'établir un prospectus, notamment pour les offres de titres :

– qui sont adressées uniquement aux investisseurs qualifiés, c'est-à-dire certains institutionnels et entreprises et des particuliers remplissant certains critères (en droit français, il faut remplir au moins deux des critères suivants : (1) avoir effectué en moyenne dix transactions d'une taille significative par trimestre pendant les quatre derniers trimestres ; (2) posséder un portefeuille d'instruments financiers dépassant 500 000 euros ; ou (3) avoir occupé depuis au moins un an dans le secteur financier un poste requérant une connaissance des transactions et des services) ;

- qui sont adressées à moins de 150 personnes physiques ou morales par État membre, autres que les investisseurs qualifiés ;
- ou dont le montant total dans l'Union européenne est inférieur à 100 000 euros (sur douze mois).

9. Voir la directive MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) (directive 2004/39 modifiée).

10. Les fonds collectés doivent être déposés auprès d'un établissement de crédit et les ordres de souscriptions d'instruments financiers doivent être transmis pour traitement à un établissement de crédit ou à une société de gestion, sauf pour les investissements en deçà des seuils suivants : 500 euros par ordre et 1 000 euros par an pour les investissements de personnes physiques et 5 000 euros par ordre et 10 000 euros par an pour les personnes morales.

11. La société financée doit :

- être une société non cotée, constituée depuis moins de quarante-huit mois, ayant son siège principal en Italie, n'ayant pas distribué de bénéfices et ayant une valeur totale de production annuelle inférieure à 5 M€ ;
- être une société non cotée, constituée depuis moins de quarante-huit mois, ayant son siège principal en Italie, n'ayant pas distribué de bénéfices et ayant une valeur totale de production annuelle inférieure à 5 M€ ;
- avoir pour objet : soit à titre exclusif une activité sociale, soit à titre principal le développement, la production et la commercialisation de produits ou de services innovants de hautes valeurs technologiques, et ce, à condition que la société réponde à l'un au moins des critères suivants : (1) réaliser des investissements dans la R&D (recherche et développement) à hauteur d'au moins 15 % des coûts ou (si elle est supérieure) de la valeur de sa production ; (2) avoir un effectif composé de plus d'un tiers de titulaires d'un doctorat de recherche ou de diplômés de niveau maîtrise engagés dans des activités de recherche ; (3) détenir des droits commerciaux sur des inventions industrielles, électroniques, biotechnologiques ou des nouvelles variétés végétales.

12. En droit américain, il s'agit notamment de (1) certains établissements financiers (banques, assureurs, etc.), fonds et entreprises (ayant des actifs dépassant 5 M\$), et (2) de personnes physiques ayant des actifs (résidence principale non comprise) d'au moins 1 M\$ ou un revenu annuel récurrent d'au moins 200 000 dollars (300 000 dollars pour un couple marié).