

## LE FINANCEMENT PARTICIPATIF : QUELS OUTILS D'INVESTISSEMENT ? QUELLE PROTECTION DES INVESTISSEURS ?

CONFÉRENCE ASSOCIATION DROIT & COMMERCE  
TRIBUNAL DE COMMERCE DE PARIS – 18 JANVIER 2016

PAR RÉGIS VABRES\*

Messieurs les Présidents,  
Mesdames, Messieurs,  
Chers amis de Droit et Commerce,

Permettez-moi tout d'abord de remercier chaleureusement le président Franck Denel et tous les membres du conseil d'administration de l'Association Droit et Commerce, de m'avoir confié la mission d'animer la conférence d'aujourd'hui. Avoir la chance de bénéficier d'une telle tribune, en succédant à des intervenants de grande qualité et à d'illustres collègues, dans un lieu aussi prestigieux, est un privilège rare...

Lors de sa conférence magistrale sur les 40 ans de l'Association Droit et Commerce, le doyen Jacques Mestre a mis en lumière comment l'association est toujours parvenue à être un lieu d'échanges et une force de proposition... je vais tenter d'être à la hauteur d'une telle ambition, en abordant un thème innovant qui soulève des questions considérables tant pour les praticiens que pour les universitaires.

Alors que le début des années 2000 a vu le commerce électronique exploser et a été marqué par l'apparition de nouveaux géants du commerce en ligne, les années 2010 sont marquées par une nouvelle évolution. Ce n'est plus la production de biens qui est en pleine révolution, c'est le secteur des services qui est concerné.

Il y a aujourd'hui incontestablement une révolution numérique ou digitale dans le secteur

des services, alors que c'est un secteur qui impliquait traditionnellement une relation physique, concrète, voire personnelle. Les services se dématérialisent, au premier chef desquels, les services bancaires et financiers.

La particularité de cette nouvelle économie de services, c'est aussi qu'elle rend les utilisateurs beaucoup plus actifs. L'utilisateur d'un service dématérialisé est de plus en plus souvent amené à se rendre service lui-même à partir du site internet qu'il utilise : on imprime soi-même sa carte d'embarquement ou son billet SNCF ; on réalise soi-même un virement de compte à compte, sans passer par son conseiller...

Mieux, l'autonomie des utilisateurs est telle que certains se retrouvent à proposer eux-mêmes leurs services... c'est l'essor de ce que l'on appelle l'économie du partage ou l'économie collaborative...

Le domaine de la finance n'est pas épargné par cette révolution numérique. Des sites Internet se sont multipliés pour mettre en relation des personnes souhaitant investir, accorder un prêt ou faire un don avec des porteurs de projets. Ce sont les fameux sites de crowdfunding ou de financement participatif qui mettent tout de suite en avant un paradoxe : Internet réintroduit une forme d'intermédiation en mettant en relation ceux qui cherchent un financement et ceux qui souhaitent mettre leurs réserves ou leur épargne à disposition<sup>1</sup>.

\* Régis Vabres est professeur de droit privé à l'Université de Bourgogne Franche-Comté, UMR 6295.

1 - A.-V. Le Fur, « Enfin un cadre juridique pour le crowdfunding, une première étape dans la réglementation », D. 2014, p. 1831.

L'émergence du crowdfunding met ainsi en évidence une émancipation des agents économiques à l'égard des acteurs financiers traditionnels. La frilosité des banquiers à l'égard des créateurs d'entreprise, leur retenue à l'égard des besoins de financement de l'économie, parfois contraints par les règles prudentielles ont conduit à ce que les entreprises cherchent d'autres sources de financement, grâce aux nouvelles technologies.

Les plates-formes de financement, apparues sur Internet il y a plus d'une dizaine d'années, étaient à l'origine étrangères au financement des entreprises. Leur fonction initiale était de favoriser le financement d'œuvres culturelles, associatives ou caritatives<sup>2</sup>. Ce type d'opérations prenait et prend toujours le plus souvent la forme d'un prêt ou d'un don et n'est pas lié à l'émission de titres de capital. **Les missions exercées par les plates-formes ont néanmoins évolué.**

Désormais, elles conduisent également à favoriser le rapprochement d'émetteurs de titres et d'investisseurs. Les sites Internet utilisés par ces plates-formes sont ainsi les vitrines de certaines entreprises souhaitant procéder à une levée de fonds en dehors des circuits bancaires et financiers classiques<sup>3</sup>. Investir dans une PME artisanale qui fabrique sa propre bière en Normandie, investir dans une entreprise qui fabrique des articles de sport en bois, investir dans l'immobilier locatif, financer la construction d'une école, autant de projets dont le financement est accessible sur Internet et qui témoignent d'une grande diversité dans les projets proposés.

Cette activité d'intermédiation a très vite suscité des interrogations sur sa nature, notamment parce que les activités bancaires et financières font en principe l'objet d'un encadrement rigoureux. Dans le cadre d'un guide publié en partenariat avec l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), l'Autorité des marchés financiers (AMF) a mis en évidence toutes les qualifications juridiques susceptibles

de s'appliquer aux services proposés par les plates-formes de crowdfunding<sup>4</sup>.

Mais, le cadre juridique existant était sans doute bien trop rigide pour réglementer l'activité d'entreprises de taille réduite et se limitant le plus souvent à exploiter un site Internet. Aussi, le législateur a décidé de déterminer une nouvelle réglementation propre aux plates-formes de crowdfunding en leur offrant la possibilité d'opter pour un nouveau statut.

L'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif introduit ainsi des dispositions au sein du code monétaire et financier, consacrées à ces nouveaux prestataires de services<sup>5</sup>.

Ce texte instaure notamment deux nouveaux statuts, en l'occurrence le statut de conseiller en investissements participatifs et le statut d'intermédiaire en financement participatif, se focalisant ainsi sur les titres et le prêt et délaissant quelque peu le don. J'en ferai d'ailleurs de même dans le cadre de cette conférence.

Aux termes de l'article L. 547-1 du code monétaire et financier, « *les conseillers en investissements participatifs sont des personnes morales exerçant à titre de profession habituelle une activité de conseil en investissement (...) portant sur des offres de titres de capital et de titres de créance* » dont la nature est fixée par le décret n° 2014-1053 du 16 septembre 2014 relatif au financement participatif<sup>6</sup>.

De leur côté, les intermédiaires en financement participatif sont chargés de mettre en relation, au moyen d'un site internet, les porteurs d'un projet déterminé et les personnes finançant ce projet par l'intermédiaire d'un prêt.

Le financement par fonds propres ou le financement par la dette est donc aujourd'hui susceptible d'être réalisé sans l'intervention d'une banque, l'activité des plates-formes étant désormais reconnue par la loi.

2 - J.-M. Moulin, « La régulation du crowdfunding à la française », RD bancaire et financier, sept./oct. 2013, p. 30.

3 - T. Granier et N. Chapier-Granier, *Le « crowdfunding » ou financement participatif, révélateur des limites actuelles du système bancaire et financier*, Mél. P. Le Cannu, LGDJ/Lextenso, Dalloz Thomson Reuters Transactive, 2014, p. 379.

4 - Guide du financement participatif (Crowdfunding) à destination des plates-formes et des porteurs de projet, mai 2013, disponible sur le site [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org).

5 - A.-V. Le Fur (ss. dir.), *Le cadre juridique du crowdfunding. Analyses prospectives*, Société de législation comparée, Trans Europe Experts, 2015.

6 - C. monét. fin., art. D. 547-1 : « *L'activité de conseil en investissement exercée par les conseillers en investissements participatifs porte sur les offres d'actions ordinaires et d'obligations à taux fixe, à l'exclusion de tous autres titres financiers (...)* ».

Ce double statut qui a vocation à fournir un cadre juridique à l'activité des plates-formes se caractérise notamment par ses conditions d'accès. Celles-ci sont plus souples que celles qui sont exigées d'autres prestataires de services et notamment, les prestataires de services d'investissement<sup>7</sup> et les établissements de crédit.

C'est là tout l'enjeu de la réforme opérée : encadrer cette nouvelle activité, sans soumettre ses acteurs à des exigences trop lourdes ou susceptibles de mettre en péril leur existence. Il n'en demeure pas moins qu'une absence de réglementation n'était pas souhaitable pour autant, dès lors que l'activité des plates-formes est susceptible d'affecter la protection des investisseurs. Aussi, l'ordonnance impose également aux plates-formes de respecter un certain nombre de règles de conduite dont l'application relève du pouvoir de sanction de l'AMF<sup>8</sup> et de l'ACPR<sup>9</sup>.

Finalement, le législateur a réagi assez rapidement à l'apparition de ces nouvelles activités. Il a tenté de trouver un équilibre subtil entre la nécessité de ne pas entraver le développement de nouvelles activités économiques et la nécessité de protéger les internautes, n'osant pas dire les consommateurs... c'est cet équilibre fragile que je vous propose d'aborder ce soir, en s'intéressant d'abord à la libéralisation des activités économiques autorisée par la réforme (I), avant de mesurer la diffusion du risque qu'elle engendre (II).

## I - Le financement participatif et la libéralisation des activités

L'ordonnance du 15 mai 2014 et les textes qui ont suivi sont marqués par la volonté de favoriser le développement du financement participatif, en limitant les contraintes pesant sur les plates-formes et en autorisant de nouveaux outils de financement. Incontestablement, la libéralisation des activités financières qui en résulte offre de nouvelles perspectives d'investissement. En dépit de l'accompagnement assuré par les textes, la pratique montre pourtant que le droit rencontre des difficultés à appréhender précisément l'activité des plates-formes. Les catégories juri-

diques traditionnelles sont quelque peu impuissantes à saisir les multiples facettes du financement participatif. Aussi, si le cadre juridique a su créer un espace de liberté (A), force est de constater que cette liberté a un prix, celui conduisant à heurter, voire à altérer certains concepts (B).

### A - L'espace de liberté : l'émergence de nouveaux acteurs et de nouveaux investissements

La réforme opérée en 2014 offre de nouvelles possibilités de financement pour les entreprises. Celles-ci ont la possibilité soit d'émettre des titres (1), soit d'utiliser la technique de l'endettement (2).

#### 1 - Le financement par émission de titres

Le financement par fonds propres est essentiel pour le développement des entreprises et notamment celles qui sont en phase de démarrage. En permettant aux entreprises de faire appel pour ce type de financement à des plates-formes n'ayant pas le statut d'établissement de crédit ou de prestataire de services d'investissement, l'ordonnance du 30 mai 2014 offre aux entreprises la possibilité de faire appel au public pour trouver de nouveaux financements. En vue de ne pas rendre ces opérations trop onéreuses, le financement participatif bénéficie d'un cadre avantageux.

Ainsi, selon l'article L. 411-2, I bis, du code monétaire et financier, ne constitue pas une offre au public au sens de l'article L. 411-1, l'offre 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, 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'AMF et dont le montant total est inférieur à un montant d'un million d'euros.

Le sens du texte est clair. Les sociétés peuvent ainsi offrir leurs titres financiers sans avoir à respecter l'ensemble des obligations qui sont inhérentes à ce type d'opération et notamment la publication d'un prospectus<sup>10</sup>. L'originalité de cette opération de placement de titres est d'être

---

7 - T. Granier, « Le statut des plates-formes de souscription de titres financiers », Bull. Joly sociétés, décembre 2014, p. 750.

8 - C. monét. fin., art. L. 621-9, II, 10°bis.

9 - C. monét. fin., art. L. 612-2, II, 4°.

---

10 - D. Poracchia et D. Velardocchio, « Le financement participatif par offre de titres financiers », Bull. Joly sociétés, décembre 2014, p. 742.

intermédiée. En d'autres termes, le placement des titres dans le public s'opère nécessairement par l'intermédiaire d'une plate-forme internet gérée par un PSI ou un CIP.

Les titres pouvant être placés par le biais de la plate-forme internet dédiée au financement participatif sont les titres de capital émis par une société par actions et les titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse. Potentiellement donc, de nombreuses formes sociales sont concernées<sup>11</sup> : SA ; SAS ; sociétés à capital variable et même des SARL qui émettraient des obligations...

En réalité, l'étendue des titres pouvant être placés auprès du public par le biais d'une plate-forme internet dédiée au financement participatif est liée à la capacité du gestionnaire de la plate-forme internet. En effet, si la plate-forme est gérée par un CIP, les offres proposées ne pourront porter que sur des actions ordinaires et/ou des obligations à taux fixe. En revanche, les offres proposées sur les plates-formes de financement participatif gérées par des PSI pourront concerner tout type de titre de capital ou de créance. On pourra donc retrouver sur ces seules plates-formes des offres portant notamment sur des actions de préférence, des valeurs mobilières complexes donnant accès au capital de l'émetteur ou accès à des titres de capital d'un autre émetteur, des émissions obligataires simples ou complexes...

Au fond, la philosophie de la réglementation se comprend aisément. L'entreprise qui souhaite s'adresser au public à un moindre coût, en passant par une plate-forme ayant le statut de conseillers en investissements participatifs ne peut proposer que des outils élémentaires. En revanche, si l'opération est plus complexe dans ses modalités, au regard notamment des titres émis, le passage par un PSI sera inévitable.

Fort de ces dispositions, de nombreux montages sont envisageables.

D'abord, certaines plates-formes de financement utilisent des sociétés holdings dédiées pour fédérer les investisseurs. Ce n'est pas directement la société d'exploitation porteuse de projet qui fait ainsi appel au public pour son financement. C'est une holding intermédiaire qui émet des titres et qui réunit l'ensemble des

investisseurs. Un tel montage simplifie la gestion administrative de la société commerciale et favorise également son rachat...

Ensuite, le financement participatif tend à se développer également dans l'immobilier. Les montages pratiqués ici sont variables, mais conduisent le plus souvent à créer une société holding qui bénéficie de fonds provenant d'une émission de titres ou d'un emprunt obligataire, fonds qui vont être investis dans une société immobilière (une société civile de construction vente, par exemple) chargée de la construction de l'immeuble et de la vente des lots...

Puis, les fonds d'investissement tendent de plus en plus à s'intéresser au financement participatif en trouvant auprès du public des fonds supplémentaires à certains projets. Certains proposent, par exemple, d'abonder leur participation à la hauteur de celle assumée par le public. À chaque euro investi par un internaute, le fonds investit un euro supplémentaire.

Enfin, si la nature des titres susceptibles d'être émis est délimitée par la loi, l'ordonnance ne limite pas la liberté des fondateurs de prévoir dans les statuts, des clauses exorbitantes du droit commun des SA, relatives aux mutations du capital (clauses d'inaliénabilités, clauses d'agrément, clauses d'exclusion ou de rachat forcé, et d'autres clauses encore que le législateur n'a pas envisagées, mais qui peuvent incontestablement être stipulées)...

L'industrie du capital-investissement a incontestablement face à elle une nouvelle source d'activité...

## 2 - Le financement par le prêt

Le financement participatif sous forme de prêts était susceptible d'heurter le monopole des établissements de crédit et des établissements de paiement<sup>12</sup>. Une plate-forme qui reçoit des fonds et les affecte à un projet déterminé réalise un service de paiement, que seuls les établissements agréés sont susceptibles d'effectuer. De même, dès lors qu'un prêt est à titre onéreux, il constitue une opération de crédit qui, si elle est réalisée à titre de profession habituelle, porte atteinte au monopole bancaire. L'internaute prêteur et la plate-forme intermédiaire en opérations de banque étaient donc au cœur d'une

11 - A. Constantin, « Des sociétés éligibles au crowdfunding en général et des SAS en particulier », in A.-V. Le Fur (ss. dir.), *Le cadre juridique du crowdfunding. Analyses prospectives*, Société de législation comparée, Trans Europe Experts, 2015, p. 113.

12 - A.-C. Muller, « Le financement participatif sous forme de prêt au regard du monopole et du démarchage bancaires », in A.-V. Le Fur (ss. dir.), *Le cadre juridique du crowdfunding. Analyses prospectives*, Société de législation comparée, Trans Europe Experts, 2015, p. 197.

activité exercée en violation de la réglementation bancaire et financière.

Désormais, l'article L. 511-6 du Code monétaire et financier prévoit que les personnes physiques sont autorisées à consentir un prêt rémunéré, sous réserve qu'elles agissent à des fins non professionnelles ou commerciales<sup>13</sup>. Les conditions encadrant le prêt sont ici nombreuses : le taux d'intérêt convenu est fixe ; le prêteur et l'emprunteur doivent avoir été mis en relation par un intermédiaire en financement participatif ; le projet financé doit être professionnel ou répondre à un besoin de formation s'il s'agit d'une personne physique ; le prêt accordé avec intérêts ne peut dépasser 1000 euros par prêteur (le plafond est de 4000 euros lorsque le prêt est sans intérêt) ; le montant de la dette de l'emprunteur ne peut aller au-delà d'un million d'euros...

S'agissant ensuite des bénéficiaires du financement participatif sous forme de prêt, les porteurs de projet peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales, sans distinction. Les personnes morales ont accès aux crédits et aux prêts sans intérêts. Il en va de même pour les personnes physiques souhaitant financer une formation initiale ou continue. À l'inverse, le texte prévoit que « *les personnes physiques n'agissant pas pour des besoins professionnels* » (hors projet de formation) ne peuvent recourir qu'au prêt sans intérêt.

D'une manière générale, la libéralisation de l'activité de prêt est assez limitée. Elle repose sur l'idée que les entreprises pourront obtenir une multitude de micro-prêts pour résoudre leurs besoins de financement. Les plates-formes de prêts ne peuvent être utilisées que pour un financement de projet et non pour combler des besoins de trésorerie ou un besoin en fonds de roulement.

En outre, le législateur n'a pas envisagé la question de savoir si une entreprise peut combiner un financement en capital et un financement par la dette. Ces financements hybrides sont pourtant au cœur du capital-investissement, mais ils apparaissent délicats à mettre en œuvre, sauf à multiplier les projets.

En favorisant de nouvelles perspectives de financement pour les entreprises, en assouplissant les exigences pesant sur les plates-formes jouant le rôle d'intermédiaire dans la recherche

de financement, le législateur a fait le choix de libéraliser certaines activités économiques et d'autoriser certains modes de financement innovants. Cette démarche pragmatique (c'est bien le droit qui s'adapte au fait) est bienvenue. Mais elle a un coût, car toute liberté a un prix.

## B - Le prix de la liberté : l'altération des concepts

L'introduction en droit français des différentes techniques de financement participatif conduit à quelque peu bouleverser un certain nombre de notions juridiques et suscite de nombreuses interrogations. Sans être exhaustif, il est possible d'en évoquer ici trois.

### 1 - Le droit du financement participatif conduit-il à dénaturer la SAS ?

D'abord, attardons-nous sur la SAS. C'est l'outil privilégié pour les opérations de financement par émission de titres. Elle était frappée à l'origine d'une interdiction de faire appel public à l'épargne. Si ce principe de l'interdiction d'offrir des titres au public a été maintenu, il a fait l'objet de quelques assouplissements. Les SAS ont notamment la possibilité de se financer par des placements privés.

L'article 13 de l'ordonnance du 30 mai 2014 ouvre une nouvelle brèche. Il offre ainsi aux SAS la possibilité de recourir au financement participatif par offre de titres financiers. Il ne s'agit pas de permettre aux SAS de réaliser des « offres au public » au sens juridique du terme. En effet, l'offre qui porte sur des titres financiers qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation et qui « *est proposée par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement ou d'un conseiller en investissements participatifs au moyen d'un site internet remplissant les caractéristiques fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers* » ne constitue pas une offre au public.

Cette nouvelle possibilité constitue un changement majeur pour les SAS, puisqu'il permet désormais à ces sociétés de proposer des actions à un large public. L'ouverture du capital des SAS a une contrepartie. Les SAS qui offriront des titres de capital ou de créance à des investisseurs indéterminés *via* des plates-formes de crowdfunding feront le sacrifice d'une partie de la liberté contractuelle qui les caractérise.

Ainsi, le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance doit être strictement proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une

---

13 - V. Perruchot-Triboulet, « L'encadrement juridique du prêt opéré par le biais d'une plate-forme de financement participatif », Bull. Joly Sociétés, décembre 2014, p. 756.

voix au moins. Dans les SAS faisant appel au financement participatif, il ne sera donc pas possible, par exemple, de majorer les droits de vote de certains associés (droit de vote double, triple ou même quadruple) pour leur assurer une meilleure représentativité dans la décision, leur procurer une minorité de blocage, voire la majorité. Seront également impossibles les clauses de vote par tête (où chaque associé dispose d'une seule voix).

Dans le même ordre d'idée, lorsqu'une société par actions simplifiée procède à une offre de titres en financement participatif, les articles L. 225-96 à L. 225-98 sont rendus impérativement applicables par l'ordonnance. Les conditions de compétence, de quorum et de majorité des assemblées générales ordinaires et extraordinaires et les règles d'organisation des assemblées générales propres aux SA sont donc applicables aux SAS faisant appel au financement participatif. Ils sont en cela dérogatoires au régime de droit commun de la SAS qui offre plus de souplesse pour l'adoption des décisions sociales.

Finalement, l'ouverture du capital des SAS se fait au prix d'une certaine rigidité et surtout le régime de la SAS se rapproche dangereusement de celui de la société anonyme...

## 2 - L'internaute investisseur ou prêteur est-il un consommateur ?

Dans le cadre du financement participatif, les protagonistes habituels des opérations de financement ne sont pas les mêmes. Les particuliers ont ainsi la possibilité d'être investisseur ou prêteur. Se pose alors la question de savoir s'ils disposent dans cette hypothèse des dispositions protectrices du code de la consommation.

Concernant l'internaute prêteur, la question peut être résolue relativement facilement. Le crédit accordé par l'intermédiaire d'un IFP n'est pas soumis au droit de la consommation. En effet, le prêteur est une personne physique qui agit à des fins non professionnelles ou commerciales. Or, de son côté, l'article L. 311-1 du code de la consommation prévoit que le prêteur, au sens du droit de la consommation, est celui qui s'engage à consentir un crédit « *dans le cadre de l'exercice de ses activités commerciales ou professionnelles* ». La qualité de prêteur s'oppose également à ce qu'il bénéficie d'un délai de rétractation légal, même si le contrat est conclu à distance. La seule protection de l'internaute prêteur pourrait venir d'une clause expresse, puisque la réglementation admet un droit de rétractation conventionnel. À l'inverse, le droit de la consommation pourrait trouver à

s'appliquer pour l'emprunteur agissant pour des besoins personnels.

Concernant l'internaute investisseur, la question est plus délicate à résoudre. En procédant à un investissement sur titres, la qualification de consommateur apparaît inadaptée. Mais c'est sans compter sur la législation spéciale et notamment sur la directive relative à la commercialisation à distance de services financiers<sup>14</sup>. Transposé dans le code de la consommation, ce texte prévoit que la personne qui bénéficie d'un service financier doit être assimilée à un consommateur. L'internaute investisseur bénéficie en l'occurrence d'une prestation de conseil en investissement, il est donc dans la position d'un consommateur de services financiers et bénéficie notamment d'un droit de rétractation.

## 3 - Le conseiller en financement participatif est-il véritablement un conseiller ?

Les plates-formes de financement participatif sont dans une position spécifique. Elles assurent la rencontre des entreprises ayant des besoins de financement avec des personnes souhaitant placer leur épargne. Elles assurent donc une mission de courtage<sup>15</sup>. Leur intervention ne s'arrête pas là. Dans le cadre des opérations sur titres, la loi leur donne également une mission de conseil. En réalité, il n'est pas certain que les plates-formes disposent de toutes les connaissances et de toutes les ressources nécessaires pour assurer cette mission. Pire, les plates-formes seront parfois placées dans une situation de conflits d'intérêts.

Le cas de la plate-forme Wiseed présente sur ce point une originalité. Sur cette plate-forme, les investisseurs sont invités à prendre une participation dans une société holding qui investira *in fine* dans une société commerciale. La particularité réside dans le fait que cette holding est créée et gérée par la plate-forme elle-même. En d'autres termes, cette plate-forme se retrouve donc à la fois dans la position de courtier, de conseiller, d'investisseur et de dirigeant... ce qui montre que la réforme opérée en 2014

14 - G. Brunaux, « L'application du droit de la consommation au crowdfunding », in A.-V. Le Fur (ss. dir.), *Le cadre juridique du crowdfunding. Analyses prospectives*, Société de législation comparée, Trans Europe Experts, 2015, p. 73.

15 - A.-V. Le Fur, « Les apports du droit commun au statut de l'intermédiaire en financement participatif », in *Le cadre juridique du crowdfunding. Analyses prospectives*, Société de législation comparée, Trans Europe Experts, 2015, p. 221.

n'appréhende pas toutes les difficultés générées par le développement du financement participatif...

Par provocation, on pourrait même penser que les difficultés ont volontairement été omises, notamment parce que les risques encourus apparaissent diffus, dilués dans la foule...

## II - Le financement participatif et la diffusion des risques

La libéralisation des activités liées au financement participatif soulève la délicate question de la protection des internautes participant à ces opérations. Le risque supporté par l'investisseur en capital est un risque d'illiquidité. La possibilité pour l'investisseur de céder les titres détenus dans une société non cotée, le plus souvent une PME, est très réduite, sauf si la société voit son développement s'accroître encore et que de nouveaux investisseurs souhaitent entrer dans l'entreprise. Le risque supporté par le prêteur est quant à lui un risque de défaut. Il est loin d'être irréaliste comme le montre les défaillances constatées récemment sur certaines plates-formes. Une entreprise fabriquant des cigarettes électroniques a ainsi emprunté 75.000 euros au taux de 9% et a été mise en liquidation judiciaire moins de trois mois après l'attribution du prêt...

L'un comme l'autre font l'objet d'une certaine dilution, non dite, non assumée, mais qui découle de la spécificité du cadre dans lequel s'opère le financement participatif (A). Lorsque le risque se réalise, sa dilution éventuelle n'empêchera pas les investisseurs et les prêteurs de réagir (B).

### A - Dilution du risque

Dans le cadre des opérations de financement participatif, le risque économique est quelque peu dilué pour deux raisons. D'une part, il est plafonné (1) ; d'autre part, il est susceptible d'être transféré (2).

#### 1 - Le risque plafonné

Le plafonnement du risque découle de l'essence même du financement participatif. L'idée qui gouverne ce type de dispositif est que les petites sources font les grandes rivières. Cette approche présente l'avantage de limiter l'exposition au risque des internautes. Cela est particulièrement perceptible dans le cadre du financement par le prêt. Le montant du prêt accordé par l'internaute ne peut dépasser 1000 euros dans le cadre d'un prêt avec intérêts. Dans

le cadre du financement par titres, la loi n'a pas prévu de plafond, alors que cela existe dans d'autres pays. Mais, l'analyse des pratiques suivies par les différentes plates-formes montre que le ticket d'entrée est souvent limité pour éviter qu'un internaute n'ait une position prépondérante dans le capital et ne s'expose à un risque économique élevé. De surcroît, les avantages fiscaux accordés à ce type d'investissement impliquent souvent de ne pas dépasser certains montants (p. ex. 50.000 euros pour la réduction d'impôt sur le revenu en raison de l'investissement dans des PME).

Même s'il est plafonné, le risque économique n'en reste pas moins réel pour au moins deux raisons. D'une part, les investissements et les prêts sont accordés sans aucune garantie... c'est la souplesse du financement participatif par rapport à un financement bancaire classique. D'autre part, il existe incontestablement une asymétrie d'information entre l'entreprise qui porte le projet et l'investisseur et ou le prêteur. C'est cette asymétrie que les plates-formes de financement participatif sont censées réduire.

#### 2 - Le risque transféré

Si les opérations de financement participatif ne s'appuient pas sur des garanties, il s'avère néanmoins que ce sont les plates-formes qui doivent réduire les risques supportés par les investisseurs et les prêteurs. En effet, les plates-formes sont soumises à un certain nombre d'obligations qui conduisent quelque peu à transférer le risque économique sur leurs épaules. Leur responsabilité pourrait ainsi être engagée si le projet s'avère un fiasco financier pour l'investisseur.

L'obligation d'information mise à la charge des professionnels prend d'abord la forme de données brutes qui sont communiquées de manière similaire à tous les clients, potentiels ou existants<sup>16</sup>. À cet égard, les conseillers en investissements participatifs seront soumis aux articles 314-10 à 314-17 du règlement général de l'AMF applicables aux prestataires de services d'investissement et l'exigence d'une information présentant un caractère exact, clair et non trompeur<sup>17</sup>. Les conseillers en investissements participatifs devront s'abstenir « de

---

16 - R. Vabres, « Le statut des plateformes de crowdfunding equity », in *Le cadre juridique du crowdfunding. Analyses prospectives*, Société de législation comparée, Trans Europe Experts, 2015, p. 151.

17 - Comp. RGAMF, art. 325-35, art. 314-10 RGAMF et art. L. 533-10, C. monét. fin.

mettre l'accent sur les avantages potentiels d'un service d'investissement ou d'un instrument financier sans indiquer aussi, correctement et de façon très apparente, les risques éventuels correspondants<sup>18</sup>. En outre, ils devront présenter l'information « d'une manière qui soit compréhensible par un investisseur moyen de la catégorie à laquelle elle s'adresse ou à laquelle il est probable qu'elle parvienne ».

Mais l'obligation d'information mise à la charge des professionnels suppose dans de nombreux cas un devoir préalable de se renseigner<sup>19</sup> pesant non pas sur celui qui attend une prestation de son cocontractant, mais sur celui qui doit la fournir. L'article L. 547-9, 6° du code monétaire et financier exprime parfaitement cette idée en imposant aux conseillers en investissements participatifs « de s'enquérir auprès de leurs clients ou clients potentiels de leurs connaissances et de leur expérience en matière d'investissement, de manière à s'assurer que l'offre proposée est adaptée à leur situation ». Cette règle de conduite est classique en ce domaine, car les termes utilisés sont ceux mentionnés à l'article L. 533-13, I du code monétaire et financier qui impose aux prestataires de services d'investissement de réaliser un test d'adéquation du service proposé au client<sup>20</sup>.

Il en est de même des plates-formes spécialisées dans le prêt. Elles sont tenues d'informer le prêteur sur les risques encourus, tout en devant se renseigner sur leur épargne disponible<sup>21</sup>.

Information, devoir de se renseigner, les textes font peser également sur les plates-formes l'obligation d'attirer l'attention de l'investisseur ou du prêteur sur les risques encourus.

D'un point de vue concret, une première étape permet de s'assurer que l'investisseur comprend la nature d'un investissement dans un projet entrepreneurial et les risques que cela induit. Ce dernier ne pourra donc accéder au détail des offres qu'après avoir pris connaissance, et expressément accepté, les risques auxquels il s'engage. L'AMF indique à ce titre

que le site devra comporter un avertissement<sup>22</sup> et les questions suivantes : Avez-vous conscience que vous pouvez perdre éventuellement la totalité de votre investissement ? Oui/Non ; Avez-vous conscience que vous aurez des difficultés à revendre vos titres ? Oui/Non.

Si l'investisseur potentiel répond non à l'une des questions, la plate-forme devra refuser l'accès aux offres détaillées.

Ces deux questions sont-elles suffisantes pour remplir l'obligation de mise en garde pesant sur les plates-formes ? Leur responsabilité ne pourrait-elle pas être engagée si les internautes mettent en évidence l'inadéquation de l'investissement ou du prêt réalisé avec leur situation financière ? Ou le risque élevé d'échec qui existait dès l'origine ?<sup>23</sup> Comment appréhender les clauses limitatives de responsabilité qui pullulent dans les CGU de toutes les plates-formes de financement ?

Au final, on voit que la mise en cause de la responsabilité des plates-formes est loin d'être aisée, sans compter qu'en raison d'un investissement limité, les internautes seront peu tentés par une action en justice...

Le transfert des risques est également non-dit, lorsqu'on réfléchit à l'impact de la dernière loi de finance. Ainsi, les particuliers qui consentent des prêts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2016 dans le cadre du financement participatif peuvent imputer la perte en capital effectivement subie en cas de non-remboursement de ces prêts sur le montant imposable des intérêts afférents aux autres prêts via un intermédiaire en financement participatif, perçus à compter de l'année au cours de laquelle le caractère irrécouvrable de la créance est constaté et au cours des cinq années suivantes. Ce mécanisme d'imputation concerne l'impôt sur le revenu, à l'exclusion des prélèvements sociaux. La loi de finances pour 2016 fait ainsi peser sur les finances publiques,

---

22 - Attention, l'investissement dans des sociétés non cotées comporte des risques spécifiques :  
 - risque de perte totale ou partielle du capital investi ;  
 - risque d'illiquidité : la revente des titres n'est pas garantie, elle peut être incertaine voire impossible ;  
 - le retour sur investissement dépend de la réussite du projet financé.

23 - L'article L. 547-5 du code monétaire et financier impose au conseiller en investissements participatifs « de justifier à tout moment de l'existence d'un contrat d'assurance le couvrant contre les conséquences pécuniaires de sa responsabilité civile professionnelle (...) ». Un décret en Conseil d'État viendra préciser le montant minimum du plafond de garantie des contrats souscrits, à l'image de ce qui existe pour le conseiller en investissements financiers.

---

18 - RGAMF, art. 325-36, I, al. 1, renvoi art. 314-10.

19 - P. Jourdain, « Le devoir de se renseigner », D. 1983, p. 139.

20 - T. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, spéc. n°393.

21 - C. monét. fin., art. L. 548-6 et R. 548-7.

les conséquences découlant de la défaillance avérée d'un emprunteur... mais c'est là déjà quelque peu anticiper la question de la réalisation du risque.

## B - Réalisation du risque

Lorsque le risque économique se réalise ou se réalisera, se pose la question de savoir les techniques qui pourront être utilisées pour protéger quelque peu les investisseurs ou les prêteurs. Ici, la technique contractuelle (1) et la voie contentieuse offrent de belles perspectives (2).

### 1 - Technique contractuelle

Sur le plan contractuel, le financement participatif fondé sur des titres laisse augurer l'utilisation de contrats ou de clauses limitant l'exposition aux risques des investisseurs. Dans le cadre d'une émission de titres, des clauses de sorties à des conditions préférentielles pour l'investisseur pourraient être imaginées.

La pratique montre d'ores et déjà sa capacité à innover en ce domaine. Une plate-forme a ainsi développé un partenariat avec un assureur et un fonds d'investissement qui propose le montage suivant. L'investisseur souscrit à un contrat d'assurance et peut bénéficier d'une option de vente consentie par le fonds portant sur les titres préalablement souscrits. Cette option de vente permet ainsi au souscripteur de vendre ses titres au fonds d'investissement, si l'un des risques visés par le contrat d'assurance se réalise.

### 2 - Voie contentieuse

En dehors de la technique contractuelle, la réalisation du risque économique découlant d'une opération réalisée sur une plate-forme de crowdfunding pourrait être appréhendée dans une phase contentieuse.

Dans cette perspective, l'action de groupe présente quelques attraits. Aux termes de l'article L. 423-1 du code de la consommation, « [u]ne association de défense des consommateurs représentative au niveau national et agréée (...) peut agir devant une juridiction civile afin d'obtenir la réparation des préjudices individuels subis par des consommateurs placés dans une situation similaire ou identique et ayant pour cause commune un manquement d'un ou des mêmes professionnels à leurs obligations légales ou contractuelles [...] ». Le texte semble ainsi applicable aux actions des contributeurs contre les opérateurs de plate-forme et contre les porteurs de projet. Deux difficultés apparaissent néan-

moins : il n'est pas évident que les prêteurs soient des consommateurs ; en cas d'action de groupe impliquant des contributeurs établis dans d'autres États, l'association de consommateur agréée au niveau national est-elle encore représentative comme l'exige la loi ?<sup>24</sup>

Pour finir, si un porteur de projet venait à être confronté à des difficultés qui lui paraissent insurmontables ou pire s'il était confronté à une cessation des paiements, les investisseurs et prêteurs se retrouveraient confrontés à la discipline d'une procédure collective qui ne donne pas beaucoup d'espoir à l'actionnaire minoritaire d'une PME, ni au créancier chirographaire...

Finalement, il est incontestable que le financement participatif offre de nouvelles perspectives d'investissement et soulève de stimulantes questions juridiques et économiques. Néanmoins, le rôle exact joué par les plates-formes ne manque pas d'ambiguïté, comme le montre la lecture particulièrement aride et complexe de leurs conditions générales d'utilisation. Cette phrase de Nietzsche figurant dans *Le Gai Savoir* mérite ici d'être rappelée : « *Qui se sait profond, s'efforce à la clarté : qui veut paraître profond aux yeux de la foule, s'efforce à l'obscurité* »...

---

24 - M.-C. de Lambertye-Autrand, C. Kleiner et L. Usunier, « L'activité transfrontière des plates-formes de financement participatif », in A.-V. Le Fur (dir.), *Le cadre juridique du crowdfunding, Analyses prospectives*, Société de législation comparée, 2015, p. 13-54.