



**HAL**  
open science

# Le financement participatif (crowdfunding) : Une alternative offerte aux PME pour s'affranchir du financement bancaire ?

Thierry Granier

## ► To cite this version:

Thierry Granier. Le financement participatif (crowdfunding) : Une alternative offerte aux PME pour s'affranchir du financement bancaire ?. 2018. hal-01782168

**HAL Id: hal-01782168**

**<https://hal.science/hal-01782168>**

Preprint submitted on 1 May 2018

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# **Le financement participatif (*crowdfunding*) :**

## **Une alternative offerte aux PME pour s'affranchir du financement bancaire ?**

---

Thierry Granier  
Professeur à Aix Marseille Université  
Directeur du Pôle Banque Finance  
Centre de Droit Economique (EA 4224)

---

A noter : Cette contribution a été présentée dans le cadre du Colloque « Pour un droit des PME » organisé par la Faculté de droit de l'Université de Nantes (le 2 juin 2017). Elle fera l'objet d'une publication.

---

Il est banal de dire que le financement est une question clef pour le lancement et le développement d'une entreprise. Ces problèmes se sont d'ailleurs accrus ces dernières années, notamment à cause de la crise financière de 2008, qui a eu pour conséquence de resserrer le crédit, les établissements bancaires accordent moins facilement des financements aux entreprises de moindre envergure qui ne réunissent pas non plus les conditions pour s'appuyer sur les marchés financiers<sup>1</sup>. En effet, il existe un chemin juridiquement sécurisé pour accueillir l'épargne. Cette dernière est collectée par les banques qui les confient à des organismes de placement collectif (OPCVM), ceux-ci utilisant les sommes réunies pour constituer des portefeuilles d'instruments financiers acquis essentiellement sur les marchés financiers. Le droit des OPCVM est sophistiqué<sup>2</sup> et conséquent. Techniquement, ce parcours de financement est sécurisé dans la mesure où les investisseurs sont informés et les émetteurs, comme les marchés financiers, sont placés sous surveillance. Il ne supprime absolument pas l'aléa économique, mais il est fiable juridiquement. Il s'est largement développé avec les offres concurrentes des banques qui pouvaient toucher un large public. Dans ces conditions, l'épargne

---

<sup>1</sup> Ce phénomène est plus appuyé dans certains pays que d'autres en fonction de la place réservée aux PME dans le paysage économique et industriel.

<sup>2</sup> Th. Bonneau et F. Drummond, Droit des marchés financiers, Economica, 2010, p. 182 et s.

disponible s'est orientée très majoritairement vers les marchés financiers et non vers les entreprises de moindre envergure qui n'avaient pas accès à ces marchés<sup>3</sup>.

Dans un tel cadre, les PME passaient essentiellement par des financements bancaires. Ces financements sont rigides et les conditions dans lesquelles ils sont octroyés se sont dégradées après la crise financière. En effet, il faut rappeler que l'implication des établissements de crédit dans la crise (la faillite de l'un d'entre eux, la banque Lehman Brothers, est d'ailleurs souvent considérée comme le point de départ de cette crise) a conduit les pouvoirs publics à participer à leur sauvetage et à renforcer les règles prudentielles qui leur sont applicables (accords de Bâle III amendés, intégrés ensuite dans la réglementation européenne). Le fort encadrement du secteur bancaire a contribué à réduire quelque peu leurs possibilités de prêt et leurs modalités de crédit sont devenues plus rigoureuses, même si elles demeurent le principal partenaire des petites et moyennes entreprises.

Pour résumer, ces entreprises n'ont pas accès aux marchés financiers qui, de plus, captent l'essentiel de l'épargne et doivent faire face à des établissements bancaires qui proposent des conditions de prêt de plus en plus draconiennes. Ces acteurs économiques ont donc engagé des réflexions afin de trouver des solutions à leurs difficultés de financement. L'évolution de l'utilisation d'internet par l'avènement des réseaux sociaux et le développement des techniques numériques a contribué à faire émerger des solutions. Parmi ces solutions, les opérateurs ont, notamment, mis au point le mécanisme du financement participatif. Il faut rappeler que ce mode de financement passe par l'utilisation d'une plateforme électronique qui permet à des personnes porteuses d'un projet de demander aux internautes de le financer. Il s'est développé ces dernières années non pas seulement au niveau national, mais aussi au niveau mondial. Face à ce phénomène international, le législateur français a été réactif et a défini un cadre juridique avec l'adoption de l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014.

Ainsi, les petites et moyennes entreprises, par ce procédé, peuvent tenter de financer leur création ou leur développement en proposant aux internautes de les financer en utilisant une plateforme électronique dans un cadre législatif et réglementaire déterminé. Dès lors la question se pose de savoir si ce mode de financement apparaît comme une alternative aux PME pour s'affranchir du financement bancaire<sup>4</sup>. Il est un peu tôt pour apporter une réponse définitive à cette question, on peut souligner que le financement participatif est un mécanisme alternatif de financement mais, l'examen des volumes de financement drainés par ce moyen montre que sa part reste faible au regard du canal bancaire traditionnel, même si la progression est régulière depuis son émergence<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Thierry Granier, Nadège Chapier-Granier, Le financement participatif (crowdfunding) révélateur des limites actuelles du système bancaire et financier. Mélanges en l'honneur du Professeur Paul Le Cannu - Le droit des affaires à la confluence de la théorie et de la pratique, LGDJ - Dalloz - Thomson Transactive, 2014, p. 479 et s.

<sup>4</sup> Il faut souligner que cette alternative peut s'inscrire dans un mouvement plus général de développement des « financements alternatifs » ayant pour objectifs de concilier l'investissement avec des valeurs humaines et sociétales (v. Droit de la finance alternative, dir. Jean-Marc Moulin, Bruylant, 2017). Mais le crowdfunding ne relève pas (ou plus) par nature de cette sphère : tout dépend, comme toute technique financière, des paramètres qui le caractérisent (valeurs soutenues, modalités d'exploitation, démarche non spéculative etc.).

<sup>5</sup> Prêt : en 2016, les fonds collectés par le financement participatif atteignaient 233,8 millions d'euros, contre 166,8 millions d'euros en 2015 - 536 entreprises à hauteur de 96,6 millions d'euros en 2016. Le montant des prêts bancaires accordés aux PME en France s'élevait à 386,9 milliards d'euros en 2016.

Au-delà des données chiffrées, il reste que, sous l'angle juridique, le financement participatif<sup>6</sup> est bien une technique de financement complémentaire pour les PME (I). Plus encore, les derniers textes donnent des indications supplémentaires, sur sa banalisation. En effet, il est légitime de se demander à la vue de ces évolutions législatives et réglementaires, si l'installation du financement participatif dans notre paysage financier n'annonce pas, en réalité, un renouvellement des techniques de financement pour les PME (II).

## **I. Le financement participatif une technique de financement complémentaire pour les PME**

La technique du financement participatif répond aux deux problèmes rencontrés par les PME en matière de financement : l'insuffisance des crédits bancaires et les difficultés d'accéder à un marché financier<sup>7</sup>. En effet, elle se décline en deux volets : d'une part, elle utilise le mécanisme du prêt privilégié hors système bancaire (A) et, d'autre part, elle organise une offre de titres en dehors des marchés financiers (B).

### **A. La mise en place d'un prêt pour une PME en dehors du système bancaire**

Le mécanisme de prêt proposé aux entrepreneurs de PME est organisé par un opérateur déterminé : l'intermédiaire en financement participatif (1) et il se traduit par la mise en place d'un contrat de prêt spécifique (2)<sup>8</sup>.

#### **1) L'instauration d'un organisateur de prêt : l'intermédiaire en financement participatif (IFP)**

**Définition** - Le code monétaire et financier prévoit que les intermédiaires en financement participatif sont les personnes morales qui exercent, à titre habituel, l'intermédiation pour les opérations de prêt à titre onéreux ou sans intérêt<sup>9</sup>. L'intermédiation en question est également définie par les textes : elle consiste à mettre en relation, au moyen d'un site internet, les porteurs d'un projet déterminé et les personnes souhaitant financer ce projet. Concrètement, ces intermédiaires vont définir et organiser les modalités de suivi des opérations de financement,

---

6

<sup>7</sup> L'union européenne est consciente de cette difficulté historique et travaille sur la question de cet accès dans le cadre de l'union des marchés de capitaux (voir les onglets consacrés à cette question sur le site de l'UE, en particulier : [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/capital-markets-union-action-plan/making-it-easier-companies-enter-and-raise-capital-public-markets\\_en#sme-listing-package](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/capital-markets-union-action-plan/making-it-easier-companies-enter-and-raise-capital-public-markets_en#sme-listing-package)).

<sup>8</sup> Sur cette modalité voir par exemple, le dossier "Un cadre juridique pour le financement participatif", Bulletin mensuel d'information des sociétés Joly (BMIS), déc. 2014, p. 750 et s. ; Anne-Valérie Le Fur, "Les nouveaux services de crédit alternatif : la pratique du peer to peer lending ou l'uberisation du crédit", Revue de Droit Bancaire et Financier : Dossier L'apport des FinTechs au droit bancaire (1re partie)", janv. 2017, pp. 97-101.

<sup>9</sup> Article L. 548-1 du code monétaire et financier.

en l'occurrence, il s'agit d'une opération de prêt. L'accès à cette activité ne nécessite pas un agrément délivré par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution et n'entre donc pas le cadre bancaire. Pour autant, cet acteur est soumis à un contrôle, puisqu'il doit remplir des conditions et de compétences professionnelles<sup>10</sup> ; il doit également être en mesure de justifier à tout moment d'un contrat d'assurance le couvrant contre les conséquences pécuniaires de sa responsabilité civile professionnelle, en cas de manquement à ses obligations professionnelles.

**Immatriculation** – La mise en place des intermédiaires en financement participatif passe par le respect de l'obligation d'être immatriculés<sup>11</sup> sur un registre unique tenu par l'Organisme pour le registre des intermédiaires d'assurance (ORIAS) qui, aujourd'hui, enregistre également des intermédiaires en banque et finance<sup>12</sup>. A l'occasion de cet enregistrement, l'organisme vérifie que le candidat est une personne morale, que son gestionnaire répond aux conditions d'honorabilité et de compétence professionnelle évoquées plus haut. Il contrôlera aussi que l'intermédiaire a souscrit une assurance professionnelle et qu'il effectue son activité dans les conditions prévues par les textes. Cette immatriculation obligatoire confère un monopole d'exercice de l'activité puisqu'aux termes de l'article L. 573-15 du code monétaire et financier, est puni des peines prévues à l'article 313-1 du code pénal (cinq ans d'emprisonnement et 375 000 euros d'amende) le fait, pour toute personne d'exercer cette activité d'intermédiaire pour les opérations de prêt avec ou sans intérêt en violation des articles L. 548-1 à L. 548-4 du code monétaire et financier, c'est-à-dire en violation des obligations définies par les textes pour l'exercice de cette activité.

**Exercice exclusif** – De plus, les intermédiaires en financement participatif ne sont pas autorisés à exercer d'autres activités que celle d'intermédiation en financement participatif. Un problème s'est posé car ils peuvent être conduits, selon leur mode de fonctionnement, à encaisser des fonds pour les transférer : la difficulté est qu'en l'occurrence, il s'agit d'un service de paiement qui ne peut être pris en charge que par un opérateur ayant reçu un agrément spécifique<sup>13</sup>. L'ordonnance du 30 mai 2014 a envisagé la situation, ainsi l'article L. 522-11-1 du code monétaire et financier permet à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) de délivrer un agrément d'établissement de paiement limité lorsque le montant total prévisionnel des opérations de paiement ne dépasse pas un plafond fixé par décret et qui est de trois millions d'euros par mois<sup>14</sup>. Cette innovation est adaptée aux intervenants du financement participatif car l'agrément n'impose qu'un régime prudentiel allégé<sup>15</sup>. Il faut observer que les

<sup>10</sup> Article L. 548-4 du code monétaire et financier, les articles R. 548-2 à D. 548-3 de ce même code précisant les notions d'honorabilité et de compétence.

<sup>11</sup> Article L. 548-3 du code monétaire et financier.

<sup>12</sup> Article L. 546-3 du code monétaire et financier.

Voir le site de l'opérateur : <https://www.orias.fr>.

<sup>13</sup> Article L. 522-1 et suivants du code monétaire et financier.

<sup>14</sup> C. mon. fin., art. D. 522-1-1 : « *Le montant maximum des opérations de paiement mentionné au premier alinéa de l'article L. 522-11-1 est fixé à trois millions d'euros par mois. Ce plafond s'applique au montant total moyen, pour les douze mois précédents, des opérations de paiement exécutées par l'établissement de paiement, y compris par ses agents* ».

<sup>15</sup> Sur cette innovation voir, J. Lasserre Capdeville, « Les incidences sur le monopole bancaire et le monopole des prestataires de services de paiement de l'ordonnance sur le financement participatif » : Gaz. Pal. 18 sept. 2014, n° 261, p. 5 ; P. Storrer, « Le droit nouveau du crowdfunding par prêts ou par dons » : Banque n° 774, juill.-août 2014, p. 74. L'enjeu dans le crowdfunding est toujours de trouver l'équilibre entre la protection des investisseurs, des marchés ou des opérations bancaires en cause et un régime de régulation compatible avec cette forme de désintermédiation (ou de « nouvelle intermédiation » plus ciblée) rendue possible par internet, et dont le modèle économique ne serait pas compatible avec une régulation taillée pour des opérations de grande envergure, pour

intermédiaires en financement participatif peuvent se passer d'un tel agrément en s'organisant de manière à mettre en relation les prêteurs et les porteurs de projet sans manier leurs fonds. De même, ils peuvent utiliser les services d'un établissement de crédit ou de paiement pour assurer les flux financiers de l'opération.

En résumé, ces opérateurs ne pourront exercer que l'activité d'intermédiaire en financement participatif<sup>16</sup>. Ils ne sont pas soumis à un véritable agrément bancaire (sauf s'ils prennent en charge directement les opérations de paiement), mais ils sont identifiés et identifiables car ils sont tenus de s'immatriculer auprès d'un organisme tenant un registre des intermédiaires en assurance, banque et finance qui vérifie l'existence des conditions d'accès à la profession. Ainsi, a bien été mise en place une entité non bancaire, placée sous surveillance, et qui a pour rôle d'organiser une opération de prêt hors système bancaire traditionnel<sup>17</sup>.

## 2) La mise en place d'un contrat de prêt spécifique hors système bancaire

**Exception au monopole bancaire** - Il existe un principe d'interdiction d'effectuer des opérations de crédit pour les acteurs autres que les établissements de crédit et les sociétés de financement posé par l'article L. 511-5 du code monétaire et financier. Ce principe est de nature à contrarier la mise en œuvre du financement participatif reposant sur le prêt, puisqu'il permet, notamment, à des particuliers de prêter de manière habituelle à des entreprises. Ce principe a été assorti d'exceptions : l'article L. 511-6 de ce même code prévoit que diverses institutions (Banque de France, Poste, Trésor public, Mutuelles...) et différents organismes sans but lucratif pour des motifs d'ordre social peuvent, dans certaines conditions, mettre en place des opérations de crédit. De même, les entreprises ont la possibilité de consentir des avances sur salaires à leurs employés ou même leur accorder un prêt de manière exceptionnelle sans entrer dans le périmètre de l'interdiction établie par le texte. En élaborant le cadre juridique pour l'opération de financement participatif, le législateur a prévu cette difficulté et il a instauré une exception supplémentaire au principe établi par l'article L. 511-5 du code monétaire et financier. Concrètement, les personnes physiques, agissant à des fins non professionnelles ou commerciales, qui consentent des prêts dans le cadre du financement participatif sont écartées du champ d'application de l'article L. 511-5 (précité)<sup>18</sup>.

**Les parties à l'opération de prêt** – L'article L. 548-1 du code monétaire et financier renseigne sur les parties à l'opération de prêt. Les prêteurs apparaissent comme des personnes physiques qui, agissant à des fins non professionnelles ou commerciales, consentent un prêt à un projet présenté sur une plateforme internet. Les porteurs de projets qui sont les emprunteurs sont définis par le texte comme :

---

le dire en termes très raccourcis. Beaucoup se sont interrogés sur les risques de fraude et la régulation allégée sera donc sous surveillance.

<sup>16</sup> Ils peuvent également être conseillers en investissements participatifs selon l'article L. 547-1 du code monétaire et financier, mais dans ce cas, cette disposition précise qu'il ne leur sera pas possible de fournir de service de paiement.

<sup>17</sup> V. Havrylchuk, Olena, et Marianne Verdier, « L'intermédiation financière à l'époque des FinTechs : le rôle des plateformes de crowdlending », *Revue d'économie financière*, vol. 127, no. 3, 2017, pp. 207-222.

<sup>18</sup> Article L. 511-6, point 7, du code monétaire et financier.

- soit des personnes physiques ou morales agissant à des fins professionnelles qui peuvent solliciter un prêt avec ou sans intérêt ou un don ;
- soit des personnes physiques souhaitant financer une formation initiale ou continue qui peuvent demander un prêt avec ou sans intérêt (sous réserve que les prêteurs n'agissent pas dans un cadre professionnel, ou commercial) ;
- soit des personnes physiques n'agissant pas pour des besoins professionnels et qui peuvent obtenir des prêts sans intérêts sous réserve que les prêteurs n'agissent pas dans un cadre professionnel, ou commercial.

La simple présentation des parties à l'opération de financement participatif permet de comprendre que le crédit accordé dans ce système ne se rattache pas au système bancaire et qu'il n'est pas soumis au droit de la consommation, puisque 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* ». Ainsi, le prêt opéré par un intermédiaire en financement participatif apparaît comme un régime spécial (... qui n'entre donc pas dans le régime de droit commun). Les PME vont pouvoir en bénéficier car elles font partie dans la catégorie des personnes physiques et morales agissant à des fins professionnelles. Par ce type de prêt, elles vont pouvoir emprunter auprès de particuliers internautes, qui vont se présenter comme une ressource qui était, jusqu'à l'installation de cette technique, largement étrangère aux forces de financement des PME.

**Caractéristiques du contrat de prêt** – Au-delà de la détermination des parties, le prêt réalisé dans le cadre d'un financement participatif a été encadré. Il a été souligné qu'il peut être question d'un prêt avec ou sans intérêt. En ce qui concerne l'emprunteur, un porteur de projet ne peut pas emprunter plus d'un million d'euros par projet. En ce qui concerne les prêteurs, ils ne peuvent faire un prêt supérieur à 2 000 euros pour les prêts avec intérêt et à 5 000 euros pour les prêts sans intérêt<sup>19</sup>. Cette limite s'entend par prêteur et par projet. Pour les prêts avec intérêt, le taux conventionnel applicable à ces crédits est de nature fixe et n'est pas usuraire<sup>20</sup>. Quant à la durée du prêt, le texte l'a limitée dans tous les cas de figure à sept ans<sup>21</sup>. Ces limitations montrent que ce mécanisme du financement participatif porte sur des opérations d'envergure limitée. Elles permettent d'organiser un type de prêt original dans le sens où il n'est pas accompagné par un mécanisme de garantie pour pallier les risques de défaillance des emprunteurs. Ce choix a pour objectif de concilier la nécessité de protection des prêteurs qui prendront des risques relativement réduits et la souplesse d'un prêt sans garantie qui peut convenir à la réalisation de projets portés par des PME emprunteuses qui sont plus susceptibles d'avoir des besoins modestes pour compléter leur financement.

**Modalités du contrat de prêt** – Pour ce qui est de la formation de ce contrat de prêt, il a été rappelé<sup>22</sup> que la jurisprudence considère que le prêt consenti par un professionnel du crédit n'est

<sup>19</sup> Article D. 548-1 du code monétaire et financier.

<sup>20</sup> Il faut rappeler que les conditions d'un taux usuraire sont définies dans l'article L. 313-3 du code de la consommation.

<sup>21</sup> Article D. 458-1 du code monétaire et financier.

<sup>22</sup> V. Perruchot-Triboulet, L'encadrement du prêt opéré par le biais d'une plateforme de financement participatif, Bulletin Joly des sociétés, 2014, p. 756.

pas un contrat réel<sup>23</sup> mais, au contraire, que le prêt qui n'est pas consenti par un établissement de crédit est un contrat réel qui suppose la remise des fonds à l'emprunteur lui-même ou à un tiers qui les reçoit pour le compte de l'emprunteur<sup>24</sup>. L'intermédiaire en financement participatif, compte tenu du fait qu'il joue seulement un rôle d'intermédiation, ne peut être considéré comme un professionnel du crédit, ainsi le prêt dans le financement participatif n'est valablement formé qu'au moment de la remise des fonds au porteur de projet ou à l'intermédiaire. Une des particularités de ce contrat est le rôle joué par l'intermédiaire en financement participatif. En effet, ce dernier doit transmettre différentes informations aux investisseurs sur l'opération. Ces informations sont énumérées dans l'article L. 548-6 du code monétaire et financier, elles comprennent un ensemble d'éléments permettant d'identifier les acteurs et les caractéristiques du projet. Il faut noter, en particulier, que l'intermédiaire en financement participatif devra mettre en garde les prêteurs sur les risques liés au financement participatif de projet, notamment les risques de défaillance de l'emprunteur, et des porteurs de projets sur les risques d'un endettement excessif. Le texte prévoit, de plus, qu'il devra fournir un contrat type<sup>25</sup> qui comprend un certain nombre de mentions obligatoires<sup>26</sup>. Au total, le contrat de prêt établi dans le cadre du financement participatif est spécifique et il est désormais identifiable pour les emprunteurs, les PME peuvent donc y avoir recours de manière sécurisée. Une démarche comparable a été conduite en matière d'offre de titres au public, une telle opération devenant accessible aux PME dans certaines conditions.

## **B. Une offre de titres ouverte aux PME en dehors des marchés financiers**

Comme en matière de prêt, le législateur a mis en place un intermédiaire organisateur d'offre de titres : le conseiller en investissements participatifs (1) ; il a modifié en conséquence le droit des offres de titres au public (2)<sup>27</sup>.

### **1) L'instauration d'un organisateur d'offre de titres : le conseiller en investissements participatifs (CIP)**

**Activité de conseil en investissements participatifs** - L'article L. 547-1 du Code monétaire et financier a instauré une profession spécifique, celle de conseils en investissements participatifs. Ce sont des personnes morales qui exercent à titre de profession habituelle une activité de conseil en investissement mentionnée au 5 de l'article L. 321-1<sup>28</sup> portant sur des offres de titres

<sup>23</sup> Cass. 1<sup>re</sup> civ., 28 mars 2000, n° 97-21422 : Bull. civ., I, n° 105 ; Cass. 1<sup>re</sup> civ., 5 juill. 2006, n° 04-12588 : Bull. civ., I, n° 358 ; Cass. 1<sup>re</sup> civ., 19 juin 2008, n° 06-19753 : Bull. civ., I, n° 174.

<sup>24</sup> Cass. 1<sup>re</sup> civ., 20 juill. 1981, n° 80-12529 : Bull. civ., I, n° 267 ; Cass. 1<sup>re</sup> civ., 7 mars 2006 : Bull. civ., I, n° 138 ; Cass. 1<sup>re</sup> civ., 25 juin 2009, n° 08-11931 ; Cass. 1<sup>re</sup> civ., 9 févr. 2012, n° 10-27785 : Bull. civ., I, n° 26.

<sup>25</sup> Article L. 548-6 du code monétaire et financier.

<sup>26</sup> Enumérées dans l'article R. 548-6 du code monétaire et financier.

<sup>27</sup> V. par exemple : dossier "Un cadre juridique pour le financement participatif", Bulletin mensuel d'information des sociétés Joly (BMIS), déc. 2014, p. 750 et s.

<sup>28</sup> Cette activité est définie plus précisément dans l'article D. 321-1 du code monétaire et financier : « *Constitue le service de conseil en investissement le fait de fournir des recommandations personnalisées à un tiers, soit à sa demande, soit à l'initiative de l'entreprise qui fournit le conseil, concernant une ou plusieurs transactions portant*



de capital et de titres de créance définies par décret (voir plus loin). L'activité exercée par les conseillers en investissements participatifs (CIP) porte également sur les offres de minibons mentionnés à l'article L. 223-6 du code monétaire et financier (voir II). Cet opérateur a, en réalité, une activité originale : elle consiste en une sélection d'offres de titres financiers qui sont ensuite proposées à des investisseurs potentiels. Le conseiller en investissements participatifs assure, de plus, le suivi de cette opération d'offre en veillant à une bonne information des intéressés. Dans cet objectif, il peut, par exemple, prendre en charge le suivi des bulletins de souscription relatifs aux offres qu'il gère selon des modalités déterminées par l'article 325-50 du règlement général de l'AMF. Par ailleurs, le CIP peut fournir aux entreprises des conseils en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et de questions connexes ; il peut également rendre des services en matière de fusions et de rachat d'entreprises<sup>29</sup>. Quant aux moyens, de manière classique pour un prestataire financier, le conseiller en investissements participatifs doit se doter des ressources et procédures nécessaires pour mener à bien son activité et mettre en œuvre ces ressources et procédures avec un souci d'efficacité. Concrètement, il devra mettre en place un dispositif technique approprié à son activité et veiller à détecter, éviter ou gérer les conflits d'intérêts<sup>30</sup>.

**Accès à la profession de conseiller en investissements participatifs** – Aux termes de l'article L. 547-1 du code monétaire et financier, l'accès à la profession de conseiller en investissements participatifs passe par une immatriculation obligatoire sur le registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance (ORIAS) déjà cité. Pour obtenir cette immatriculation, différentes conditions sont exigées<sup>31</sup>. Ainsi, le CIP doit être une personne morale établie en France dont les gestionnaires (personnes physiques) doivent avoir la majorité légale et remplir des conditions d'honorabilité minimales<sup>32</sup>. Ils devront, de plus, justifier d'un niveau de compétence professionnelle établi soit par la possession d'un diplôme national sanctionnant trois années d'études supérieures, soit par une formation professionnelle<sup>33</sup>. Les conseillers en investissements participatifs doivent également adhérer à une association chargée du suivi de ses membres. Cette association est agréée par le régulateur financier<sup>34</sup> qui approuvera le code de bonne conduite qu'elle est chargée d'élaborer. Ce code définit les règles professionnelles applicables<sup>35</sup> et les modalités de suivi et de contrôle des formations imposées aux conseillers<sup>36</sup>. Il détermine également les modalités de suivi des investissements proposés par l'intermédiaire du site Internet. L'association va mettre en œuvre divers contrôles visant à s'assurer que ses membres respectent les dispositions législatives, réglementaires et déontologiques. Ainsi, les entreprises d'envergure limitée ont désormais un interlocuteur supplémentaire pour organiser leur financement, ce dernier, dont le statut est réglementé, va pouvoir agir en participant à

---

*sur des instruments financiers ou sur une ou plusieurs unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement ».*

<sup>29</sup> C. mon. fin., art. L. 547-1 sur renvoi de C. mon. fin., art. L. 321-2.

<sup>30</sup> C. mon., fin., art. L. 547-8.

<sup>31</sup> Ces conditions sont posées par l'article L. 547-3 du Code monétaire et financier.

<sup>32</sup> Par renvoi de l'article D. 547-2, sont visées les activités conduites par les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte de l'une des personnes mentionnées aux 1° à 8°, 11°, 12°, 15° à 17° du II de l'article L. 621-9 du Code monétaire et financier.

<sup>33</sup> Régl. gén. AMF, art. 325-33.

<sup>34</sup> Régl. gén. AMF, art. 325-51 à 325-57.

<sup>35</sup> Ces règles professionnelles sont essentiellement prescrites par les articles 325-35 à 325-50 du règlement général de l'AMF.

<sup>36</sup> Formation prévue par l'article 325-56 du règlement général de l'AMF.

l'organisation d'offre de titres dont le cadre a été modifié par la réforme relative au financement participatif.

## 2) La modification du droit des offres de titres au public

En droit français, l'article L. 411-1 du code monétaire et financier<sup>37</sup> définit l'offre au public de titres financiers comme une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers. Une telle offre est également constituée par un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers. L'émetteur qui entre dans ce cadre est assujéti à des obligations d'informations déterminées, il doit publier un document destiné à informer le public, appelé prospectus, qui doit être visé par l'Autorité des marchés financiers<sup>38</sup>. Cette même autorité fixe la procédure à suivre, elle est relativement lourde et couteuse et ne peut être mise en œuvre facilement par des entreprises d'envergure limitée.

Cependant, l'article L. 411-2 du code monétaire et financier prévoit des exceptions et certains types d'offres qui devraient entrer dans le champ de l'article L. 411-1 (précité) sont écartées, la conséquence étant que la mise en œuvre des obligations d'information à la charge de l'émetteur ne sont pas exigées. Jusqu'à la réforme par l'ordonnance du 30 mai 2014, étaient exclues du champ d'application du texte, en substance, les opérations d'un volume important et les offres de petite envergure<sup>39</sup>. Il en est de même des offres faites auprès de ce l'on appelle les investisseurs qualifiés<sup>40</sup> et à des offres faites à un cercle restreint d'investisseurs<sup>41</sup>, comme celles qui s'adressent aux personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuilles pour le compte de tiers. L'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif a ajouté une exception en énonçant que ne constituait pas une offre au public (au sens de l'article L. 411-) l'offre portant sur des titres financiers proposée par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement ou d'un conseiller en investissements participatifs au moyen d'un site internet.

Cette disposition définit, en réalité, un nouveau type d'offre de titres financiers, celui effectué dans le cadre d'un financement participatif. Sont concernés les titres financiers, non admis sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, les titres de capital émis par les sociétés par actions et des titres de créance<sup>42</sup>. Lorsque le projet de l'émetteur est présenté par un conseiller en investissements participatifs, il ne peut porter que sur des offres : d'actions auxquelles est attaché un droit de vote au moins proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent (sous réserve des dispositions de l'article L. 225-123 du code de commerce qui

---

<sup>37</sup> Le contenu de cet article est conforme à la législation européenne.

<sup>38</sup> Article L. 412-1 du code monétaire et financier.

<sup>39</sup> Le volume des offres est déterminé par décret et, plus précisément, par l'article 211-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

<sup>40</sup> L'article L. 411-2 du code monétaire et financier précise qu'un investisseur qualifié est une personne ou une entité disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers. Ces investisseurs qualifiés sont déterminés dans l'article D. 411-1 du code monétaire et financier.

<sup>41</sup> Le cercle d'investisseurs est restreint s'il ne dépasse pas 150 personnes, ce seuil est fixé par l'article D. 411-4 du code monétaire et financier.

<sup>42</sup> Article L. 411-2 du code monétaire et financier.

donne la possibilité dans certaines conditions d'accorder un droit de vote double) ; de titres participatifs (mentionnés à l'article L. 213-32 du code monétaire et financier) ; d'obligations à taux fixe et d'obligations convertibles en actions<sup>43</sup>. De plus, ces offres sont d'un volume limité puisqu'elles ne peuvent être supérieures à 2,5 millions d'euros, ce montant étant calculé sur une période de douze mois.

Les caractéristiques des offres effectuées dans le cadre du financement participatif montrent, tout d'abord, qu'elles sont adaptées à des entreprises d'envergure limitée. La limitation du montant conduit à la mise en place de financement de projets n'ayant pas une trop grande ampleur. Cette limitation tend donc à atténuer le risque porté par l'opération en cause. Cette opération est aussi sécurisée par les contraintes qui pèsent sur les conseillers en investissements participatifs : ces professionnels doivent installer une plateforme qui réserve l'accès aux détails des offres aux investisseurs potentiels qui auront fourni leurs coordonnées et pris connaissance des risques, qu'ils auront expressément acceptés. Ces investisseurs ne pourront souscrire aux offres qu'après avoir fourni les renseignements exigés par les textes (notamment en ce qui concerne l'obligation pour la plateforme de s'informer sur les investisseurs<sup>44</sup>). De plus, la plateforme doit proposer plusieurs projets qui ont été sélectionnés sur la base de critères et selon une procédure préalablement définis et publiés sur le site<sup>45</sup>. Finalement, ce dispositif, proche des projets et des entrepreneurs, convient aux petites et moyennes entreprises. Plus encore, le développement du mécanisme du financement participatif peut contribuer à un renouvellement des techniques de financement pour ce type d'entreprise.

## **II. Le financement participatif, annonce d'un renouvellement des techniques de financement des PME**

L'avènement du financement participatif a donné naissance à un nouveau titre de financement pour les PME (A), ce qui pourrait conduire, à terme, à la création d'un nouveau marché des titres de financement pour les PME (B).

### **A. Naissance d'un nouveau titre de financement pour les PME**

Le financement participatif a précédé la réforme du 30 mai 2014. Avant que les textes n'encadrent le procédé, les opérateurs ont imaginé des modalités d'offre compatibles avec le cadre légal existant<sup>46</sup>. C'est ainsi que certains opérateurs ont choisi de faire émettre des bons de caisse par les sociétés porteuses des projets proposés aux internautes. En effet, les bons de caisse

---

<sup>43</sup> Article D. 547-1 du code monétaire et financier.

<sup>44</sup> Obligation imposée par l'article L. 547-9 (6°) du code monétaire et financier, voir A.

<sup>45</sup> Régl. gén. AMF, art. 325-32.

Sur l'ensemble de ces questions, v. Thierry Granier, Le statut des plateformes de souscription de titres financiers. Bulletin Joly Sociétés, JOLY edition, déc. 2014, p. 750 et s.

<sup>46</sup> Il fallait tenir compte des réglementations relatives au prêt et à l'offre de titres au public, précédemment évoquées.

étaient définis par l'article L. 233-1 ancien du code monétaire et financier comme des « *bons à ordre ou au porteur comportant engagement par un commerçant de payer à échéance déterminée et délivrés en contrepartie d'un prêt* » (titre qui porte une reconnaissance de dette) ; ils présentaient la particularité de ne pas être des titres financiers et ils échappaient en conséquence à l'obligation de publier un prospectus visé par l'Autorité des marchés financiers (procédure précédemment évoquée). Ces bons, qui ont un régime propre, n'entraient pas non plus dans le régime classique du prêt, puisque qu'ils se présentaient sous la forme de titres négociables. Dans ces conditions, les acteurs du financement participatif ont estimé envisageable pour une société commerciale porteuse de projet de proposer des bons de caisse à des investisseurs par le biais d'une plateforme de financement participatif sans enfreindre la loi.

Cependant, si l'émission des bons de caisse semblait échapper aux mécanismes du prêt et à celui des offres de titres au public, la validité de l'opération pouvait être discutée justement à cause de la nature juridique parfois ambiguë de ces bons : il s'agit d'un titre qui n'est pas juridiquement un titre financier<sup>47</sup> ; il renvoie aussi à une opération de prêt, sans qu'il y ait comme support un contrat de prêt dans l'opération de financement participatif. L'instauration d'un régime spécifique pour la mise en œuvre du financement participatif par l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 n'a pas clarifié ce débat. On a pu se demander<sup>48</sup>, par exemple, si l'utilisation des bons de caisse n'avait pas pour objectif de contourner le plafond de 1000 euros (aujourd'hui 2000) exigé par les textes pour les prêts avec intérêt par des personnes physiques agissant dans un cadre professionnel<sup>49</sup>.

Par l'ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016 le législateur est intervenu afin de stabiliser la situation. Pour résumer, ce texte a modernisé le régime des bons de caisse et créé une sous-catégorie dérogatoire : les « minibons ». Dans la définition renouvelée des bons de caisse, ils sont présentés comme des titres nominatifs et non négociables comportant engagement par un commerçant de payer à échéance déterminée, délivrés en contrepartie d'un prêt<sup>50</sup>. Ils sont émis par des établissements de crédit ou des entreprises commerciales ayant établi le bilan de leur troisième exercice et ne peuvent être souscrits que directement auprès de ces acteurs<sup>51</sup>. L'article L. 233-6 du code monétaire et financier instaure une dérogation à ce principe en indiquant que « *les bons de caisse peuvent faire l'objet d'une offre 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. Ils prennent alors la dénomination de minibons* ».

Il résulte de ces dispositions que les entreprises qui présentent leur projet sur une plateforme électronique aux internautes, dispose d'un titre spécifique à émettre pour leur financement : le minibon. Ce dernier n'entre pas dans la catégorie des titres financiers déterminée par l'article L. 211-1 du code monétaire et financier et ne répond donc pas au régime qui leur est applicable. Même, s'il faut rappeler que les conseillers en investissements participatifs sont placés sous la surveillance de l'Autorité des marchés financiers, il n'en reste pas moins que ce titre de financement est original et qu'il a été précisément instauré à destination des entreprises petites

<sup>47</sup> L'article L. 211-1 du code monétaire et financier l'indique expressément.

<sup>48</sup> cf. R. Vabres, Bons de caisse, minibons, blockchain... résurrection ou révolution, Dr. sociétés, 2016, repère 7.

<sup>49</sup> Voir l'article D. 548-1 du code monétaire et financier.

<sup>50</sup> Article L. 223-1 du code monétaire et financier.

<sup>51</sup> Article L. 223-2 du code monétaire et financier.

et moyennes<sup>52</sup>. De plus, les textes ont prévu un mode de circulation pour ces minibons qui peuvent conduire à la création d'un marché de titres de financement adapté aux PME.

## **B. La création d'un nouveau marché des titres de financement pour les PME**

Il convient de rappeler que les titres financiers<sup>53</sup> sont inscrits dans un compte-titres au nom de l'émetteur, ce compte pouvant être tenu par l'émetteur lui-même ou un intermédiaire habilité<sup>54</sup>. Cette inscription en compte va permettre la négociation des titres. Concrètement, ils seront transmis par virement du compte du cédant vers le compte de l'acquéreur<sup>55</sup> et le transfert de propriété des titres résulte de leur inscription au compte-titres de ce dernier<sup>56</sup>.

Les minibons n'entrant pas dans ce régime, le législateur a aménagé deux solutions en ce qui concerne leur circulation. En premier lieu, le transfert pourra intervenir selon les modalités prévues pour les bons de caisse. Ainsi, après avoir inscrit les bons dans un registre au nom du propriétaire dans un registre tenu par l'émetteur<sup>57</sup>, la cession s'effectuera selon les modalités du droit commun<sup>58</sup>, c'est-à-dire en application des articles 1321 à 1326 du code civil qui permettent d'assurer une circulation simplifiée des créances. Concrètement, la cession est réalisée par écrit ; elle emporte, en principe, transfert de la propriété à la date de l'acte, lequel est opposable aux tiers à cette même date. Le texte propose une autre modalité de transfert des minibons plus innovante. En effet, L'article L. 223-12 du code monétaire et financier, tel qu'il résulte de l'ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016, énonce : « *Sans préjudice des dispositions de l'article L. 223-4, l'émission et la cession de minibons peuvent également être inscrites dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant l'authentification de ces opérations, dans des conditions, notamment de sécurité, définies par décret en Conseil d'Etat.* ». Autrement dit, la cession peut passer par l'utilisation d'un « *dispositif d'enregistrement électronique partagé* », cette expression désignant le procédé connu sous le nom de « *blockchain* », qui est l'un des termes phares de l'innovation financière en 2017<sup>59</sup>.

Cette possibilité offre des perspectives intéressantes. En effet, l'inscription dans le dispositif d'enregistrement électronique permet le transfert de propriété des minibons et l'accomplissement automatisé des modalités de la cession de créances. Concrètement, le système va générer des contrats correspondant à l'acquisition des titres et à leur cession qui seront intégrés dans la chaîne de blocs mise en place. Dans ce cas de figure, la fonction de

---

<sup>52</sup> Sur l'ensemble de ces questions, se reporter à : Thierry Granier, Didier Poracchia, La réforme des bons de caisse, une ouverture maîtrisée vers les fintech ?, *in* Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre - Autour du droit bancaire et financier et au-delà, nov. 2017, éd. Joly, p. 549 et s.

<sup>53</sup> qui sont des instruments financiers au sens de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier.

<sup>54</sup> Article L. 211-3 du code monétaire et financier.

<sup>55</sup> Article L. 211-15 du code monétaire et financier.

<sup>56</sup> Article L. 211-17 du code monétaire et financier.

<sup>57</sup> Article L. 223-4 du code monétaire et financier, l'émetteur remet au propriétaire un certificat d'inscription dans le registre.

<sup>58</sup> Article L. 223-5 du code monétaire et financier.

<sup>59</sup> Voir par exemple le numéro spécial « Blockchain : Eldorado ou mirage pour les services financiers ? », Banque & Stratégie, n° 350, sept. 2016.

registre de la blockchain sera retenue. Il a été souligné qu'au-delà de cette fonction de registre, le système pouvait également assurer une fonction de paiement<sup>60</sup>, la conséquence serait l'instauration d'un marché secondaire. En effet, les titres sont introduits dans un système qui permet la rencontre d'intérêts vendeurs et acheteurs<sup>61</sup> et le traitement de la circulation de ces titres en organisant leur règlement et leur livraison. En d'autres termes, les petites et moyennes entreprises par ce moyen, pourraient organiser un marché avec les minibons qu'elles émettent dans le cadre du dispositif d'enregistrement électronique partagé.

Par ailleurs, autorisé par l'article 120 de la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 dans les conditions prévues à l'article 38 de la Constitution, le gouvernement a édicté l'ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission des titres financiers. Comme sa dénomination le suggère, ce texte permet de conférer à l'inscription d'une émission ou d'une cession de titres financiers dans une « blockchain » les mêmes effets que l'inscription en compte de titres financiers. Ainsi, après la sortie des décrets d'application qui doivent intervenir avant le mois de juillet 2018, les titres financiers pourront également circuler en passant par un dispositif d'enregistrement électronique partagé. Il faut donc observer, en premier lieu, que l'instauration du mécanisme du financement participatif français a conduit non seulement à créer un titre de financement original conçu pour être plus adapté aux PME (même si l'usage nous dira précisément ce qu'il en est), mais aussi à introduire la technologie blockchain en droit positif français. En prolongement de cette innovation, le législateur a étendu l'utilisation de cette technologie pour la circulation des titres financiers. Ainsi, les petites et moyennes entreprises vont bénéficier d'outils de financement supplémentaire pour se développer qu'elles pourront mettre en œuvre en complément des soutiens bancaires. Il reste à savoir si ces instruments technologiques et juridiques seront efficaces en pratique.

---

<sup>60</sup> H. De Vauplane, Le financement des entreprises par la blockchain : le cas des minibons, RTDF, n° 2, 2016, précité, p. 66.

<sup>61</sup> ce qui correspond à la définition des systèmes multilatéraux de négociation (article L. 424-1 du code monétaire et financier), étant entendu qu'il n'est pas question de la circulation d'instruments financiers, mais de minibons.