

# LE *CROWDFUNDING* : QUELLE RÉGLEMENTATION POUR CETTE ALTERNATIVE AU FINANCEMENT DE PROJETS

ANNE DELANNOY\*  
 DELPHINE DIRAT\*\*  
 NATALIE LEMAIRE\*\*\*

**P**hénomène encore confidentiel il y a quelques années, le *crowdfunding* – connu aussi sous la dénomination de « finance participative » – connaît un développement exponentiel. Alternative aux modes de financement classique, il permet à des porteurs de projets créatifs, solidaires ou entrepreneuriaux de rassembler *via* Internet des montants auprès d'un large public.

Toutefois, le cadre réglementaire actuel n'est pas adapté au *crowdfunding*. Fortes de ce constat et animées par une volonté de sécurisation des acteurs en présence comme des investisseurs particuliers, l'AMF (Autorité des marchés financiers) et l'ACPR (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution) sont les moteurs de la prochaine adoption d'une réglementation plus cohérente.

## INTRODUCTION

La crise financière et bancaire a conduit certains investisseurs et épargnants à se tourner vers de nouveaux moyens d'investir et de placer leur argent. Les plates-formes de *crowdfunding* se présentent dès lors comme des « metteurs en relation » entre des entrepreneurs qui peinent à trouver des financements et des particuliers désireux de donner du sens à leur épargne. Elles proposent à la fois une nouvelle voie aux modes de financement classique (banques, capitalistes, *business angels*, *family office*) et une alternative aux propositions

---

\* Direction des relations avec les épargnants, AMF.

\*\* Direction de la régulation et des affaires internationales, AMF.

\*\*\* Direction des relations avec les épargnants, AMF.

d'épargne et d'investissement faites aux ménages (livret bancaire, contrat d'assurance-vie, PEA, etc.).

Depuis cinq ans, la France voit fleurir de nombreuses plates-formes de *crowdfunding*, les plus connues du grand public étant celles qui proposent le financement de projets culturels avec, comme exemple emblématique, le succès du chanteur Grégoire grâce au site Internet [www.mymajorcompany.com](http://www.mymajorcompany.com). Dès lors, un nombre croissant de plates-formes a vu le jour et les propositions de souscriptions pour donner, prêter ou investir se sont multipliées. Face à ce phénomène, amplifié par les médias et les réseaux sociaux, l'AMF et l'ACPR, dans le cadre du Pôle commun, se sont interrogées sur la réglementation applicable. Elles ont proposé un nouveau dispositif dédié au *crowdfunding* visant à faciliter le développement des plates-formes tout en veillant à la protection des internautes investisseurs.

## QU'EST-CE QUE LE *CROWDFUNDING* ?

### Une pratique d'investissement portée par Internet et les réseaux sociaux

En France, deux ans auparavant, interrogés sur la notion de *crowdfunding*, seuls quelques initiés auraient su vous expliquer le concept et son fonctionnement en pratique sur Internet. Désormais, les articles de presse et les reportages diffusés dans les journaux télévisés se sont multipliés et n'ont de cesse de présenter ces nouveaux acteurs de l'économie comme une alternative au problème de financement des entreprises de petite taille. En quelques années, moins d'une dizaine si nous positionnons le point de départ outre-Atlantique, à peine cinq dans l'Hexagone, les plates-formes comme Kickstarter et KissKiss-BankBank ont fait de nombreux émules. Fort de quelques gros succès largement médiatisés, ce nouveau mode de financement, dans l'air du temps, connaît une croissance rapide. Du point de vue des régulateurs, différentes questions émergent quant à l'activité bancaire et financière de certaines de ces plates-formes et à la réglementation à laquelle elles sont soumises.

Le *crowdfunding* (de « *crowd* » la foule et « *funding* » financement) n'a pas de définition juridique. Il s'agit d'un mécanisme qui permet de collecter, généralement *via* Internet, des petits montants auprès d'un large public, afin de financer un projet créatif, culturel, personnel ou entrepreneurial. Si l'appel à la foule (famille, amis, réseau de connaissances) pour faire financer un projet est un concept très ancien, c'est l'avènement d'Internet et en particulier l'importance que revêtent aujourd'hui les réseaux sociaux qui lui confèrent une nouvelle dimension : il s'agit bien désormais d'une foule qui dépasse largement le simple cadre d'un réseau personnel.

## **Dons, prêts ou souscription de titres : les différentes formes de *crowdfunding***

Le *crowdfunding* est polymorphe. Certaines plates-formes proposent de soutenir financièrement des projets en faisant appel aux dons. Elles sont souvent peu sélectives quant aux projets proposés et concernent la plupart du temps des projets créatifs, culturels ou solidaires. Une autre caractéristique des projets présentés tient aux montants recherchés qui restent modestes, s'échelonnant de quelques dizaines à quelques milliers d'euros. Assez souvent, elles proposent en échange de la participation une récompense. Celle-ci peut aller d'une simple photo dédicacée à une place de concert dans le cas d'un projet artistique. Il peut également s'agir d'une prévente (KissKissBankBank) et même d'un retour financier fonction de la réussite du projet (nombre de ventes) (certains projets sur Mymajorcompany). Plus le montant de la participation est élevé, plus la contrepartie l'est aussi. En outre, d'autres plates-formes permettent de financer des projets *via* des prêts à titre gracieux (Babyloan, Hello Merci, etc.). Les projets sont davantage entrepreneuriaux, mais le montant des collectes est relativement faible. Certaines plates-formes proposent du prêt rémunéré. Ce cas de figure reste rare en raison des fortes contraintes statutaires et/ou des partenariats bancaires qu'elles impliquent (SPEAR, Prêt d'union). Enfin, certaines plates-formes proposent d'investir directement (Anaxago, etc.) ou indirectement *via* une holding auprès des émetteurs en souscrivant des titres d'entreprise (Wiseed, etc.).

Quelle que soit la forme retenue par la plate-forme de *crowdfunding*, le mode opératoire est généralement le même. Le porteur de projets propose son idée avec un objectif de levée de fonds à la plate-forme qui décide de la mettre en ligne pour une durée et un montant déterminé, après une sélection selon des critères propres et plus ou moins poussés. Si l'objectif est atteint, le montant de la souscription est versé au porteur de projets qui devra dès lors livrer les contreparties ou rembourser le prêt avec ou sans intérêt ou verser, le cas échéant, les dividendes aux actionnaires.

### **Le *crowdfunding* en quelques chiffres : un développement exponentiel**

D'après l'étude réalisée par Massolution et publiée en juin 2013, le *crowdfunding* représenterait 2,7 Md\$ dans le monde en 2012, contre 1,1 Md\$ en 2011, soit une augmentation de 81 %. Les prévisions pour 2013 s'élèvent à 5,1 Md\$. Ce sont les plates-formes de dons et de prêts qui se disputent la première place avec un léger avantage pour le don.

Avec 945 M\$ collectés en 2012, l'Europe représenterait plus d'un tiers du *crowdfunding* mondial. Quant à la France, le récent baromètre publié par

l'association Financement participatif France lors des premières assises du *crowdfunding* qui se sont tenues à Bercy le 30 septembre 2013 montre une nette augmentation des montants collectés qui s'élèvent pour le 1<sup>er</sup> semestre 2013 à 33 M€, alors qu'ils ne représentaient qu'environ 25 M€ sur l'ensemble de l'année 2012. Il ressort également que les plates-formes de prêts confortent leur première place avec environ 18 M€ levés, devant les plates-formes de dons et loin devant celles de souscription de titres. Il est important de noter qu'à ce jour, les chiffres évoqués ne sont pas vérifiables puisque ni l'ACPR ni l'AMF ne collectent d'informations sur ces acteurs et leur activité.

## L'INADÉQUATION DE LA RÉGLEMENTATION ACTUELLE

### Quand l'AMF et l'ACPR se penchent sur la question

C'est le *crowdfunding* par souscription de titres qui a, dans un premier temps, conduit l'AMF et l'ACPR, dans le cadre du Pôle commun, à s'interroger sur la législation applicable aux activités de ces plates-formes. Les deux autorités ont constitué un groupe de travail, en juillet 2012, dont l'objet devait leur permettre de comprendre l'étendue des activités des plates-formes de financement d'entreprises et de les analyser au regard de la réglementation actuelle. Elles se sont dès lors rapprochées des plates-formes de souscription de titres financiers pour comprendre la nature des services rendus tant aux émetteurs qu'aux investisseurs, d'une part, et leur rappeler la réglementation en vigueur, d'autre part. Une vingtaine d'acteurs ont ainsi été contactés. De ces échanges sont nés plusieurs constats qui ont rendu compte d'une forte hétérogénéité des plates-formes, notamment quant à la nature exacte des services rendus. Malgré cette conclusion, il est intéressant d'observer que certains acteurs rencontrés avaient spontanément adopté le statut de conseiller en investissements financiers (CIF) pour s'inscrire dans un cadre régulé. Un autre enseignement tient au fort développement du nombre de plates-formes, d'opérations réalisées et de volumes des flux financiers sur une période très courte, qui tend à montrer un intérêt réel des particuliers et des professionnels pour ce nouveau mode de placement pour les uns, et de financement pour les autres.

Afin d'exposer le cadre réglementaire dans lequel s'inscrivent les opérations de *crowdfunding*, mais aussi d'éclairer le public et les professionnels sur ce nouveau mode de financement, l'ACPR et l'AMF ont publié le 14 mai 2013 deux guides<sup>1</sup>.

Le premier guide à destination du public visait essentiellement à rappeler les règles de bon sens à garder à l'esprit lorsqu'une personne envisage de soutenir un projet au travers d'une plate-forme de *crowdfunding* et, bien sûr, de lui faire

prendre conscience des risques associés. Le second guide s'adressait aux professionnels et rappelait, à droit constant, tant aux plates-formes de *crowdfunding* qu'aux porteurs de projets, la réglementation bancaire et financière applicable selon les modalités de financement retenues (don, prêt ou souscription de titres).

## **PORTEURS DE PROJETS ET INVESTISSEURS : UN CADRE INSUFFISAMMENT PROTECTEUR**

Le cadre juridique en vigueur s'est avéré peu adapté à cette nouvelle activité. À titre d'exemple, une plate-forme de *crowdfunding* qui propose des prêts avec intérêt de manière habituelle doit, sauf cas de dérogation au monopole bancaire, être agréée en tant qu'établissement de crédit. De la même façon, le fait de rechercher des souscripteurs pour le compte d'un émetteur nécessite d'avoir le statut de prestataire en services d'investissement (PSI). Or les contraintes réglementaires liées à ces statuts sont élevées, particulièrement en termes de montants exigés de fonds propres et de règles prudentielles à instaurer. Ainsi, un PSI agréé pour la fourniture de services de placement se voit appliquer une exigence de fonds propres minimum de 730 000 euros. Les acteurs actuels du *crowdfunding* opèrent généralement sans ces agréments. Ils se trouvent dès lors en insécurité juridique puisqu'ils encourent trois ans d'emprisonnement et 375 000 euros d'amende. En outre, dans ce dernier cas de figure, ce cadre s'avère insuffisamment protecteur des investisseurs. En effet, la réglementation ne tient pas compte de l'aspect plus « affectif » que revêt ce type de souscriptions et donc de la nécessité de mettre en garde l'investisseur contre les risques qu'il prend et de s'assurer qu'il les comprend et les accepte.

## **L'ÉLABORATION D'UN DISPOSITIF RÉGLEMENTAIRE ADAPTÉ**

Partant des constats du groupe de travail commun à l'ACPR et à l'AMF et des fortes demandes de la profession relayées lors des Assises de l'entrepreneuriat qui se sont achevées le 29 avril 2013, l'ACPR et l'AMF ont, dans le prolongement de la publication de leurs guides pédagogiques, lancé le 30 septembre 2013 une consultation publique concernant le *crowdfunding*<sup>2</sup>. Clôturée le 15 novembre, elle a suscité un fort intérêt et généré une soixantaine de réponses adressées aux deux autorités. Si la plupart des participants se sont globalement félicités du nouveau cadre proposé, certaines propositions ont nécessité des ajustements pour tenir compte des contraintes de la profession et de la nécessité de protéger les internautes investisseurs.

## Contenu de la consultation

Les principales propositions de l'ACPR concernant les plates-formes de dons et de prêts consistent essentiellement :

- d'une part, en la création d'un régime prudentiel dérogatoire pour certains établissements de paiement lorsque le volume des paiements reste inférieur à 3 M€ par mois. Le capital minimum serait limité à 40 000 euros ;
- d'autre part, en l'assouplissement du monopole bancaire et financier afin de permettre le prêt avec intérêt entre particuliers sous certaines conditions de montant notamment (plafond du montant global du prêt et du montant prêté par particulier).

S'agissant des plates-formes d'investissement participatif (*crowdinvesting*), le nouveau dispositif prévoit :

- la coexistence de deux statuts, en fonction de la maturité de la plate-forme, de la complexité et du montant des projets à financer. Le premier statut est celui de PSI fournissant le service de conseil en investissement dont le capital réglementaire est de 50 000 euros. La plate-forme qui opte pour ce statut pourra proposer tout type de titres financiers. En outre, elle sera susceptible d'exploiter son activité dans les autres pays de l'Union européenne et le montant de l'opération ne sera pas limité, mais éventuellement soumis au visa de l'AMF. Cette plate-forme pourra notamment proposer la souscription de titres financiers à composantes optionnelles. Le second statut est celui de conseiller en investissements participatifs (CIP), inspiré de celui de CIF. Il s'agit d'un statut exclusif principalement adapté aux plates-formes qui démarrent cette activité car il est réservé aux plates-formes offrant des titres simples (actions ordinaires et obligations à taux fixe) pour une levée de fonds inférieure à 1 M€ et dont l'activité s'exerce exclusivement en France. En contrepartie, il n'est pas prévu de capital minimum pour l'obtention de ce statut ;

- afin d'éviter la requalification de l'activité des plates-formes de *crowdfunding*, de PSI ou de CIP, le projet de doctrine commune à l'AMF et à l'ACPR précise la définition du placement non garanti. Ce projet prévoit notamment que les plates-formes permettant le rapprochement entre des émetteurs de titres non cotés et des souscripteurs peuvent être considérées comme ne fournissant pas le service de placement non garanti si elles satisfont à quatre conditions : un accès progressif contrôlé au site Internet, le détail des offres n'est accessible qu'après que l'investisseur potentiel a pris connaissance des risques et les a expressément acceptés, une sélection des projets entrepreneuriaux à l'issue de diligences claires et explicites, la présentation de plusieurs projets et une souscription possible uniquement après la réalisation d'un test d'adéquation permettant de s'assurer que l'investissement proposé est adapté à la situation financière, aux objectifs et au niveau de connaissance et d'expérience de l'investisseur ;

- un assouplissement du régime de l'offre au public de titres financiers avec l'ajout d'une nouvelle exemption à l'obligation de publier un prospectus visé

par l'AMF pour les offres de moins de 1 M€ calculées sur douze mois pour un même émetteur et proposées par une plate-forme de *crowdfunding* relevant de l'un ou de l'autre des statuts.

Un schéma<sup>3</sup> mis en ligne sur le site de l'AMF avec le texte de la consultation publique reprend ces propositions.

Après la consultation, plusieurs mesures ont été réétudiées. Outre le seuil de dispense de prospectus relevé à 1 M€, il a été proposé que les sociétés par actions simplifiées (SAS) pourront réaliser une offre au public de titres financiers exclusivement *via* une plate-forme de *crowdfunding*. Enfin, s'agissant des plates-formes de *crowdfunding*, le statut de CIP ne sera plus exclusif, mais pourra être cumulé avec celui d'intermédiaire en financement participatif (IFP), créé pour les plates-formes proposant des prêts.

## QUELLES SONT LES ACTIONS MENÉES AU NIVEAU EUROPÉEN ?

Si le *crowdfunding* avait déjà été évoqué dans plusieurs rapports<sup>4</sup> comme étant une alternative de financement pour les petites et moyennes entreprises, l'atelier portant sur le thème « Financement participatif : exploiter son potentiel, réduire les risques » organisé par la Commission européenne le 3 juin 2013 a véritablement posé les bases de la réflexion sur le *crowdfunding* en Europe. Il a notamment permis de mettre en évidence les avantages, les obstacles principalement réglementaires, mais aussi les risques d'une telle activité. La croissance soutenue du marché du *crowdfunding* depuis 2010 et les initiatives nationales de réglementation en cours en France et au Royaume-Uni ont amené la Commission européenne à s'interroger sur l'opportunité de mettre en place un cadre juridique harmonisé dont pourraient bénéficier l'ensemble des acteurs du *crowdfunding*, quel que soit leur État membre d'origine. Le 3 octobre 2013, la Commission européenne a alors lancé une consultation publique, intitulée « Le financement participatif en Europe ? Quelle serait la valeur ajoutée d'une possible action de l'UE ? », à laquelle les autorités françaises (dont l'AMF) ont répondu<sup>5</sup>.

Parallèlement, les régulateurs bancaires et financiers européens, l'ESMA (European Securities and Markets Authority) et l'EBA (European Banking Authority), ont adressé aux autorités nationales compétentes un questionnaire sur le *crowdfunding* en vue d'établir un état des lieux des réglementations nationales existantes et d'envisager les perspectives d'une régulation au plan européen. Les résultats confirment une absence de définition commune du *crowdfunding* et la très grande hétérogénéité de traitement de cette activité au regard de la réglementation bancaire et financière de chaque État membre. Si l'Italie, le Royaume-Uni et la France ont légiféré, ou sont sur le point de le faire, de nombreux pays européens ne semblent pas encore concernés par ce phénomène,

ce qui n'est guère surprenant au vu de la taille encore modeste du marché en Europe.

Le 27 mars 2014, la Commission européenne a lancé sa communication « Libérer le potentiel du financement participatif dans l'Union européenne » qui prévoit une série d'actions – dont la réalisation d'études et la possibilité de créer un label européen – pour promouvoir le *crowdfunding* auprès de toutes les parties prenantes en Europe.

Il est par ailleurs intéressant de noter que l'industrie du *crowdfunding* s'est d'ores et déjà organisée en réseau au niveau européen, en formant l'association European Crowdfunding Network, et contribue activement à la promotion des intérêts des acteurs européens.

Enfin, l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeur) a ainsi publié en février 2014 un rapport<sup>6</sup> qui dresse un état des lieux du *crowdfunding* dans le monde et conclut que cette activité ne représente pas actuellement un risque systémique, mais soulève toutefois un certain nombre de préoccupations concernant la protection des investisseurs, ce qui pourrait nécessiter la mise en œuvre de standards communs au niveau international à moyen terme.

Après quelques ajustements, les textes du nouveau dispositif élaboré par l'AMF et l'ACPR, en liaison avec le ministère de l'Économie et des Finances, devraient paraître dans le courant de l'année. En effet, l'article 1<sup>er</sup> de la loi du 2 janvier 2014 relative à la simplification de la vie des entreprises prévoit bien de « favoriser le développement du financement participatif dans des conditions sécurisées ». Cette démarche s'inscrit parfaitement dans le plan stratégique de l'AMF, et notamment dans son axe visant à rétablir la confiance des épargnants, puisqu'elle promeut une intermédiation fiable et de qualité. Elle permet également d'agir pour le financement de l'économie en accompagnant le développement du *crowdfunding* qui offre une alternative à une population d'acteurs économiques qui peinent à trouver leur mode de financement par les voies classiques. Il est encore trop tôt pour se prononcer sur le potentiel de croissance de ces nouveaux acteurs de la finance, mais la levée d'un certain nombre de freins réglementaires devrait faciliter leur développement.

#### NOTES

1. Guide du *crowdfunding* à destination du grand public. Guide du *crowdfunding* à destination des plateformes et des porteurs de projets.
2. Consultation publique sur les réformes envisageables pour accompagner les initiatives du *crowdfunding*.
3. Voir le site : [www.amf-france.org/Actualites/Communique-de\\_presse/AMF/annee\\_2013.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fb8576b9f-d316-4dab-a915-a635342bd47a](http://www.amf-france.org/Actualites/Communique-de_presse/AMF/annee_2013.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fb8576b9f-d316-4dab-a915-a635342bd47a).
4. Voir le site : [http://ec.europa.eu/culture/documents/greenpaper\\_creative\\_industries\\_fr.pdf](http://ec.europa.eu/culture/documents/greenpaper_creative_industries_fr.pdf).
5. Document de consultation publié par la Commission européenne le 3 décembre 2013.
6. Voir le site : [www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf](http://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf).