

## PRÉSENTATION

Avec quelques années de retard sur les États-Unis, la finance participative (*crowdfunding* dans sa traduction anglo-saxonne) connaît depuis quatre ans en France un développement très rapide. Les montants en jeu restent pour le moment limités : selon le baromètre du *crowdfunding*, les fonds collectés en 2013, pour les trois catégories de financements – financement en capital, dons et prêts –, ne représentent encore que 78 M€, mais c’est plus du double qu’en 2012. Surtout, ce nouveau canal de financement de l’économie semble promis à un bel avenir, car il s’appuie sur une importante évolution sociétale, favorisée par la révolution numérique et l’explosion des réseaux sociaux, qui développent des relations de proximité entre les différents agents économiques et créent des circuits courts.

Le développement du *crowdfunding* est vivement encouragé par les pouvoirs publics et la Commission européenne, qui y voient l’un des vecteurs d’un nouveau modèle de croissance plus inclusive et plus durable, qui reste à inventer : un modèle fondé sur une nouvelle forme d’entreprises, où la recherche de l’intérêt général primerait sur la recherche du profit, qui s’appuierait sur un écosystème d’entreprises locales interconnectées, davantage respectueux des hommes et de l’environnement. Un modèle qui favoriserait l’initiative individuelle et ferait des consommateurs des citoyens acteurs, s’appropriant véritablement leurs choix de consommation, d’épargne et d’investissement.

La désintermédiation des circuits de financement rendue possible par la révolution numérique bouleverse la donne pour le financement des projets de faible ampleur. Le *crowdfunding* a le mérite d’introduire une concurrence bienvenue avec les banques, jusqu’ici protégées par leur monopole bancaire et qui peinent à satisfaire les besoins des petites entreprises ou des projets innovants. S’il n’est pas toujours synonyme de coûts moins élevés pour les bénéficiaires, les surcoûts éventuels sont largement compensés par l’accessibilité et la réactivité des offres de financements, et l’intérêt que peut représenter pour l’entreprise la possibilité de s’adosser à un réseau de partenaires ou des propriétaires de proximité.

Le *crowdfunding* n'est pas une solution miracle et son développement sera inévitablement jalonné d'échecs. L'enjeu pour les pouvoirs publics est de trouver le bon équilibre entre la nécessité de ne pas entraver par une réglementation trop lourde le développement de cette activité porteuse d'avenir et le souci légitime de protéger l'investisseur.

Le dossier du *Rapport moral*, après avoir rappelé avec *Michel Barnier* les enjeux européens, présente le projet français de nouvelle réglementation, sur le point d'être adopté, et aborde dans un second temps les questions soulevées par le *crowdfunding* par souscription de titres et par financement des entreprises sous forme de prêts à intérêt.

*Michel Barnier* rappelle en premier lieu que le *crowdfunding* s'inscrit dans le nouveau modèle de croissance durable et inclusive que la Commission européenne souhaite promouvoir dans l'Europe de demain, dans un contexte de croissance faible : fondé sur une économie largement connectée et en réseau, ce « nouveau paradigme » remet en cause le comportement traditionnel des agents économiques, entreprises et consommateurs, en faisant primer l'intérêt général sur la recherche du profit (entrepreneuriat social), en respectant les ressources humaines et biologiques (économie circulaire), en s'adaptant aux nouveaux modes de consommation (économie collaborative). Pour construire ce nouveau modèle de croissance, le mode alternatif de levée de fonds que représente le *crowdfunding* apparaît très prometteur, et particulièrement porteur d'innovations. S'il demeure aujourd'hui marginal en Europe, ce mode de financement devrait croître rapidement, mais son développement soulève des questions réglementaires et des interrogations sur les besoins à satisfaire, que la Commission s'emploie à éclairer par diverses initiatives, et notamment à travers la grande consultation publique lancée entre octobre et décembre 2013. L'auteur évoque enfin les trois priorités retenues par la Commission pour 2014 : (1) mettre en place un groupe d'experts pour conseiller la Commission notamment dans la mise en place d'un label européen, (2) faire connaître le *crowdfunding* à travers des campagnes d'information et la mise en place de standards européens de qualité, et (3) cartographier les développements réglementaires nationaux.

*Anne Delannoy*, *Delphine Dirat* et *Natalie Lemaire* présentent le nouveau dispositif d'encadrement du *crowdfunding* élaboré par l'AMF (Autorité des marchés financiers) et l'ACPR (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution), en cours d'adoption au Parlement. Que ce soit pour les dons, les activités de prêt ou la souscription de titres, la réglementation actuelle est peu adaptée, notamment en termes de montants exigés de fonds propres et de règles prudentielles à respecter par les plates-formes. Après avoir publié en 2013 deux guides pour éclairer le public et les professionnels, les deux autorités ont proposé, après consultation publique, un nouveau cadre comportant pour les plates-formes de dons et de prêts, un régime prudentiel dérogatoire pour les établissements de paiement ayant une faible activité et un assouplissement du monopole bancaire pour permettre le prêt à intérêt de faible montant entre particuliers. De même pour

le placement de titres, le nouveau texte prévoit la coexistence de deux statuts de prestataires de services d'investissement et de conseil en investissements financiers adaptés aux financements participatifs. De plus, les conditions dans lesquelles les plates-formes peuvent être considérées comme ne fournissant pas un service de placement non garanti sont explicitées et l'obligation de publier un prospectus serait levée pour les offres de petit montant. Même s'il est trop tôt pour se prononcer sur le potentiel de croissance de cette nouvelle activité, la mobilisation rapide des régulateurs français, mais aussi de la Commission européenne pour favoriser les activités transfrontalières, montre les espoirs soulevés par ce nouveau mode de financement.

*Reid Feldman* compare les différentes réponses données au niveau international au problème posé par l'adaptation du cadre réglementaire au *crowdfunding* sous forme de souscription de titres. L'objectif doit être de marier un souci d'efficacité et la protection de l'investisseur. Il rappelle au préalable qu'en l'absence de réglementation spécifique, chaque partie bénéficie dans tous les pays des règles de protection de droit commun. Si bon nombre d'entre elles sont communes aux différents systèmes juridiques, leur efficacité est inégale car très dépendante de la facilité avec laquelle elles peuvent être mises en œuvre par l'investisseur. Détaillant les réformes réalisées ou les projets de réformes en France, en Italie, au Royaume-Uni et aux États-Unis, l'auteur constate des variations certaines d'approches, chaque pays ayant fixé à des niveaux différents le seuil de communication financière et de formalisme procédural imposé aux émetteurs et aux plates-formes. Il regrette en particulier les contraintes retenues par le projet américain, qui traduisent une réticence à dévier du modèle classique, alors que la réforme française, telle qu'annoncée, lui paraît représenter un meilleur équilibre, compte tenu des protections de droit commun qui existent pour la protection de l'investisseur en France.

*Nicolas Lesur* présente les conditions dans lesquelles le *crowdfunding* peut contribuer au financement des TPE-PME par prêts recevant intérêt, à partir de l'expérience d'Unilend, premier site en France à expérimenter cette nouvelle forme de financement. La mise en relation directe des épargnants-prêteurs et des entreprises sans l'intervention d'une banque pose en premier lieu la question de la protection des épargnants. Elle nécessite en particulier que soit assurée la transparence de l'information sur l'entreprise et son projet, sur la nature des risques, sur les modalités de versement et de remboursement, dans laquelle l'intermédiaire en financement et l'établissement de paiement jouent un rôle important. L'épargnant doit aussi être informé de la nature des risques encourus et de l'intérêt de les diversifier. Dans le cas d'Unilend, qui a commencé son activité en novembre 2013 et permis à une vingtaine d'entreprises d'emprunter plus de 2 M€ auprès de plus de 1 400 prêteurs, les financements constituent une ligne de trésorerie, remboursable mensuellement, d'une durée comprise entre vingt-quatre mois et soixante mois. Après une première sélection, le projet d'entreprise est noté par un comité des risques et mis en ligne.

Le taux d'intérêt des prêts est fixé par un système d'enchères pendant lequel l'entreprise retient les offres les plus favorables, qui font ensuite l'objet d'un contrat individuel. Au total, avec le *crowdfunding*, on est en présence d'une nouvelle source de financement pour les entreprises et un nouveau mode de placement pour les particuliers très séduisant, mais qui doit faire ses preuves, les nouveaux intermédiaires devant créer les conditions de l'indispensable confiance des épargnants.

*Antoine Mérieux*