

**Faculté de Droit
de Sciences Politiques
et de Gestion**

UNIVERSITÉ DE STRASBOURG

**CAPITAL RISQUE 2.0 : CONSTRUIRE UN CADRE
RÈGLEMENTAIRE ADEQUATE ET OPTIMAL
UNE ANALYSE ÉCONOMIQUE DU DROIT**

Mémoire de Master II recherche

Droit Bancaire et Financier

Année universitaire 2013-2014

Réalisé par

Yusuf AUSIANDRA

Sous la direction de Monsieur le professeur Michel Storck

Juin 2014

Remerciements

Je tiens à exprimer toute ma reconnaissance à mon Directeur de mémoire Professeur Storck, Je le remercie de m'avoir encadré, orienté, aidé et conseillé

J'adresse mes sincères remerciements à tous les professeurs, intervenants et toutes les personnes qui par leurs paroles, leurs écrits, leurs conseils et leurs critiques ont guidé mes réflexions et ont accepté à me répondre à mes questions durant les recherches

Enfin, je remercie mes chers parents, et ma sœur Muthia qui ont toujours été là pour moi.

SOMMAIRE

PREMIÈRE PARTIE. - FINANCEMENT DES *STARTS-UP* INNOVATIVE DANS L'ÈRE DE L'INTERNET 2.0

Méthodologie : p. 4

Introduction : p. 5

Chapitre I. - Le Financement de l'Innovation à travers le capital Investissement et la répartition des risques

Section 1. - Innovation et capital Investissement

§1. Le rôle des capital Investissement dans le financement de l'innovation p.18

§2. - Capital Risque classique : le problème fondamental de l'asymétrie d'information ... p. 22

Section 2. - Répartition des risques : la théorie des contrats incomplets (*incomplete contracting*)

§ 1. - Asymétrie d'information, théorie d'agence et la pratique des Capital-risqueursp. 24

§ 2. – L'environnement numérique et la mitigation de l'incomplétude des contrats p. 31

Chapitre II. - Capital-risque classique et l'avènement du modèle 2.0

Section 1. – Capital Risque 2.0 : finance participative avec souscription de titres (*equity crowdfunding*) p. 40

Section 2. Typologie Général de la Finance Participative avec souscription de titres / fonds propres (*equity crowdfunding*)

§1. Investissements directe p. 44

§2. Investissement à travers des holdings p.45

DEUXIÈME PARTIE. – EQUITY CROWDFUNDING : CADRE RÉGLEMENTAIRE PRÉSENT ET APPOINT DE LA THÉORIE DES CONTRATS INCOMPLETS

Chapitre I. - Equity Crowdfunding et cadre règlementaire

Section 1. Historique et développement récent aux Etats-Unis p. 50

Section 2. Historique et développement récent en Francep. 54

Chapitre II. – Proposition d’amélioration réglementaire en France

Section 1. - Amélioration réglementaire pour l’industrie « *equity crowdfunding* »

§1. Etape de préfinancement **p.79**

§2. Etape de post financement **p.82**

Section 2. - Une vision compréhensive de la philosophie du crowdfunding

§1. L’adoption de la « sagesse de la foule » et de l’innovation démocratique (*wikinomics*) dans la formulation des futurs règlements national et européenne. **p.82**

§2. Le perfectionnement de l’environnement contractuelle et régulatrice **p.83**

Conclusion..... **p.93**

Bibliographie..... **p.95**

METHODOLOGIE ET PROBLEMATIQUE DE RECHERCHE

La finance participative ou le *crowd-funding* est un phénomène nouveau dans le monde de financement des projets et d'entreprise. Les pluparts des règles l'encadrant sont toujours à leurs débuts d'implémentation, à l'étape de rédaction législative ou en attente d'entrée en vigueur des instructions règlementaire.

En conséquence, la recherche est transdisciplinaire en employant notamment plusieurs concepts de la théorie économie de l'entreprise, et le concept de la gestion d'innovation et de communication de masse. Cette approche conceptuelle vaste est nécessaire pour comprendre de façon compréhensive le phénomène nouveau du financement participatif en fond propres ou avec souscription de titres. Les sources seront pour la plupart bibliographique supporté par des entretiens directe avec des acteurs du secteur notamment avec les représentants des plateformes de la finance participative.

La problématique abordée dans cette recherche portera sur plusieurs points :

1. La description de l'industrie du capital investissement en particulier l'étape entrant dans le champ du capital risque.
2. L'approche juridico-financier du problème typique existant dans l'industrie du capital (l'asymétrie d'information et le coût d'agence) à travers l'outil méthodologique de la théorie d'incomplétude des contrats.
3. La présentation des apports nouvelle du modèle de financement dite du financement participative en fonds propres ou quasi fonds propres ou « *equity crowdfunding* » à l'industrie du capital risque.
4. La présentation des réformes juridiques mise en place pour accommoder le « *equity crowdfunding* » et les lacunes régulatrices rendant le mode de financement moins efficace.
5. La possibilité d'une réforme additionnelle pour rectifier la politique de support à ce nouvel mode de financement.

INTRODUCTION

[1] Le financement de l'innovation est aujourd'hui considéré comme étant le point central soutenant le système capitaliste moderne.¹ En se référant aux économistes tels que Schumpeter connu sur son postulat sur le cycle de l'innovation technologique. Il est devenu claire que la nécessité de la continuité du processus de l'innovation incarne un souci de tout les grandes économies à travers le monde pour raisons de compétitivité économiques. En approfondissant la thèse de Schumpeter sur l'innovation, on découvre que les plus grand innovations sont initiées et formulés par les innovateurs-entrepreneur.² Le financement de ces projets « innovatrices » déterminera donc la continuité du processus de l'innovation.

[2] Il faudra auparavant spécifié que les innovateurs-entrepreneurs dans les pluparts des temps commencent leurs ascensions en forme de *start-up* ou entreprise débutant ayant comme source de financement le seul support de l'entourage. Tenu compte de la grande incertitude entourant leur projets dont pour les pluparts nécessite encore des recherches couteuse et extensives, le financement bancaire devient quasiment hors de la liste d'options. Par cela un type de financement représente le « chevalier blanc » de ces entrepreneurs : les capitaux-risque. L'industrie du capital-risque avait connu son essor depuis le lendemain de la seconde guerre mondiale avec la naissance du premier organisme aux États-Unis de capital risque sous le nom d'*American Research and Development Corporation (ARD)*.³ Tel que son nom l'indique, le capital-risque spécialise dans le financement des sociétés naissant depuis l'étape primaire dite du *seeding* ou

¹ Marie Coris. L'innovation au cœur de la dynamique capitaliste. Problèmes économiques : comprendre le capitalisme. Edition Mars 2014 numéro 5. La documentation française. P.36 - 41

² Jacques Brasseul. L'entrepreneur, figure centrale du capitalisme de marché. Problèmes économiques : comprendre le capitalisme. Edition Mars 2014 numéro 5. La documentation française. P. 42-51

³ Bernard Guilhon et Sandra Montchaud. Le Capital-risque mécanisme de financement de l'innovation. 2008. Paris : Lavoisier. P. 28

crédit d'amorçage jusqu'à la capitale transmission en passant par l'étape de la capitale création et capital développement.

[3] Malgré le fait que les capital-risqueurs côtoient le financement des projets par nature risqués, ils sont hautement conscients des risques liés aux incertitudes du financement. En effet, les *start-up* sont fortement marquées par une période relativement longue de l'incubation avant de pouvoir arriver à la phase de productivité commerciale. Sur le bilan financier, cela se traduit par une longue période de non liquidités des investissements. Pour pouvoir comprendre de façon systématique le schéma des risques, il est nécessaire d'avoir recours à la théorie économique de l'entreprise dite de la théorie d'agence.

[4] Avant de pouvoir aborder la théorie de l'agence et la théorie de la firme, il faudra suivre une démarche permettant de comprendre la relevance de cette théorie par rapport à une recherche dans le domaine juridique. Pour cela, il faudra comprendre que la théorie de la firme s'inscrit dans un cadre conceptuel lié à la théorie de « *Law and Economics* » constituant une dialectique entre le droit et l'économie. « *Law and Economics* » ou l'analyse « économique du droit » se présente comme une lecture du droit qui s'inspire de concepts économiques.⁴ Le recours aux concepts économiques dans l'analyse de du droit puisse être tracé depuis les œuvres de Guido Calabresi sur la responsabilité délictuelle et de Ronald Coase sur les coûts sociaux. Pourtant le véritable décollage de cette branche théorique remonte à la publication en 1972 de l'ouvrage *Economical Analysis of Law* par le professeur Richard A. Posner. L'analyse économique du droit permet de d'analyser la nature de la règle de droit et des fonctions qu'elle joue dans une économie complexe. Le fondement théorique de l'analyse économique du droit réside dans les courants néoclassique ou marginaliste entre autres les œuvres de Stanley Jevons (1835-1882), Léon Walras (1834-1910), Carl Menger (1840-1921) et Alfred Marshall (1842-1924). De façon subséquente, la théorie se fonde sur les acquis de la théorie microéconomiques.⁵ Une des principes axiomatiques de

⁴ Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau. 2008. *l'analyse économique du droit*. 2^e édition. Paris : Edition Dalloz. P. 6

⁵ Nimrod Roger Tafotie Youmsi. 2013. *Build Operate and Transfer: Modalité de partenariat Public-Privé Approche Law and Economics*. Bruxelles: Edition larcier. P. 288

l'analyse économique du droit propre à la microéconomie est le postulat que dite de la « rationalité des agents économiques ». Ce principe défend l'idée que l'être humain exerce des choix rationnels adaptés à un monde aux ressources limités par rapport aux désirs de l'être humain⁶. La tendance rationnelle de l'être humain serait de maximiser ses buts ou ses satisfactions dans la vie. On distingue au moins trois principes fondamentaux de l'analyse économique :

Premier principe consiste en la relation inversement proportionnelle entre le prix fixé et la quantité demandée ou connu comme étant la loi de l'offre et de la demande.

Seconde principe est la notion du coût d'opportunité amenant les acteurs rationnelle de faire recours à des arbitrages entre différents choix économiques par le fait que la rareté des ressources amène à une condition ou une utilisation excessifs d'une ressources résulte à diminution d'une autre. Ce principe est sublimement illustré à travers le théorème de Coase sur les coûts de transaction.

Troisième principe avance que dans une marché où l'échange est volontaire, la tendance se projette vers l'usage le plus valorisé par les consommateurs des ressources mesurés par leur volonté de payé.

[5] Des concepts additionnelle et corrective s'inscrivant toujours dans la ligné du compte de l'analyse économique du droit sont *inter alia* : a. la notion d'optimalité, b. la théorie des coûts de transactions, c. la théorie des jeux, d. la théorie de l'asymétrie de l'information et e. le concept de marché. Ces théories additionnelles sont de nature fondamentale dans la compréhension de la théorie d'agence et l'incomplétude des contrats puisqu'ils déterminent le paramètre conceptuel de ces deux derniers. Il est nécessaire d'aborder de façon synthétique chacun des ces théories additionnelle.

a. Le concept de marché

⁶ R. A. Posner. *Economical Analysis of Law*. 7th edition. P. 4

Le concept de marché est lié à l'existence de l'échange⁷. L'interaction existant dans le marché est de caractères mutuels et volontaires⁸. Le marché fonctionne sur deux critères important : l'efficacité et l'équité. En relation, l'état revêt le rôle fondamental dans l'économie du marché en fixant une cadre réglementaire de fonctionnement par rapport aux agissements des entreprises et des individus. L'état se porte arbitrage pour promouvoir la primauté soit de l'équité ou de l'efficacité. Dans la condition où les marchés ne sont guère efficaces, l'état intervient et avance le bien-être de la société. Ce dernier terme se traduit par le terme plus approfondis de la notion d'optimalité.

b. La notion d'optimalité

Cette notion postule que l'allocation des ressources productives devrait être surveillée par l'état dans le but d'éviter tout gaspillage par une allocation inefficace. Par cela, toute communauté se trouve dans l'obligation de maximaliser le bénéfice obtenu par l'utilisation d'une ressource en disposition à tout moment. En d'autre terme, elle doit veiller à l'utilisation optimale. Le critère clé utilisé pour déterminer le bien-être collectif à partir de celui des individus a été proposé par Pareto en 1927.⁹

[6] Le critère de Pareto avance l'hypothèse d'une possible classification décroissant de préférence des différents états du monde par plusieurs critères. Le critère relatif serait un état du monde où une personne gagne au changement sans que personne d'autre n'en souffre. Un critère absolu existe dans un état de monde où il ne serait plus possible par la modification d'allocation d'améliorer le bien être d'une personne sans qu'aucune autre personne n'en souffre¹⁰. Le critère de Pareto considérée comme unanimiste se révèle difficile en application par sa caractère unanimiste notamment démontré par la réalité que toute allocation se

⁷ J. E Stiglitz, C. E Walsh et D. Lafay. Principes d'économie moderne P. 11

⁸ J. Hirshleifer, A Glazer et D. Hiershleifer, Microéconomie : théorie et applications – Décisions, marchés, formation des prix et répartition des revenus P. 34

⁹ E. Bénicourt et B Guerrien, La théorie économique néoclassique – microéconomie, macroéconomie et théorie des jeux P. 84

¹⁰ *ibid*

traduit presque inévitablement par une diminution du bien-être des certains individus.¹¹ Ainsi Hicks and Kaldor (1939) ont étendu le critère d'application par le test de compensation en postulant qu'une allocation faite par l'état serait socialement préférable si les individus gagnant sont potentiellement en mesure de compenser les perdants tout en conservant un gain. L'allocation modelée par Kaldor-Hicks est considéré comme réalisant l'optimum de Pareto.¹² Dans la condition réelle toutes les transactions seront soumises à des externalités et des coûts de transactions.

c. La théorie des coûts de transactions

[7] Cette théorie part des articles de Ronald Coase publié en 1960 sur le coût social. Elle porte sur les réflexions de Coase sur la thèse de Pigou. Selon l'économiste anglais Arthur Pigou, il existe une effet externe ou externalité influençant l'économie en critique directe au concept de perfection de marché avancé par Adam Smith. Pigou postule que une externalité se produit lorsque « une personne, dans le cours de rendre à une autre une service avec contrepartie, rend également service ou engendre des coûts pour des tiers d'une manière qui empêche de faire payer les bénéficiaires ou de faire verser les indemnités au profit des victimes . Dans cette condition le coût privé assumé par l'acteur de l'externalité négative est inférieur au coût social (l'agrégat de ce coût privé et des coûts engendrés par des tiers). Dans cet égard, Coase conclut que la solution à laquelle les parties arriveront pour résoudre ces différends est indépendant de la modalité de distributions des droits en faveur de l'utilisation la plus valorisée. Cette notion est connue sous le « théorème » de Coase. Ce théorème introduit deux thèses fondamentales pour l'analyse économique du droit : celle de l'invariance et de l'efficacité. Coase énonce que il existe une différence entre un monde parfait où le coût du recours au marché est nul, les règles de droit joue dans ce cas nullement un rôle important dans la coordination des agents et l'affectation optimale de ressources. Le marché parfait attribue seulement un effet redistributif aux règles de droit. Au contraire, dans le monde réel loin de la perfection du marché, les règles juridiques arbore une tout la raison d'être

¹¹ R. A Posner. *Economical Analysis of Law*. 7th edition. P. 13

¹² R. A Posner. *Economical Analysis of Law*. 7th edition. P. 13

économique en se substituant au marché lorsque un fonctionnement inefficace prend place. D'après le théorème de Coase les coûts de transaction se définissent en tant que pertes résultant de problèmes d'information et de communication.¹³ Le théorème de Coase permet ainsi de comprendre l'importance de l'information dans les phénomènes économiques.

d. La théorie de l'asymétrie d'information

[8] La supposition de la rationalité des acteurs aboutit de façon subséquente à la reconnaissance de l'importance de pouvoir disposer de l'information. Celle-ci permet de rationaliser les coûts et les avantages entre différents ressources et décisions. L'information constitue donc un facteur majeur dans la détermination d'une forme d'un marché et sa capacité interne à l'utilisation optimale des ressources rares de l'économie. L'asymétrie d'information se résume à la condition où une partie d'une transaction est mieux informée que l'autre sur les caractéristiques de l'objet servant la transaction.

[9] Selon MM. MacKaay et Rousseau¹⁴, la problématique de l'asymétrie d'information est une condition générale pour tout bien et service dont les qualités ne se révèlent pas à la simple inspection. Les causes sont *inter alia*¹⁵ :

- Soit l'une des parties contractantes est expert et l'autre non ;
- Soit l'une des parties contrôle une apparence sur laquelle l'autre est tenue de se fier
- Soit également que l'une des parties est un gros opérateur qui a accès à des rendements d'échelles dans l'acquisition ou le traitement de l'information tandis que l'autre partie n'est qu'un petit joueur
- Soit enfin que l'une des parties éprouve des difficultés à surveiller efficacement l'autre

¹³ C. J Dahlman, "The Problem of Externality", 22, Journal of Law and Economics 1979 pp. 141 à 162

¹⁴ Nimrod Roger Tafotie Youmsi. 2013. Build Operate and Transfer: Modalité de partenariat Public-Privé Approche Law and Economics. Bruxelles: Edition larcier. P. 296

¹⁵ *ibid*

[10] L'asymétrie pose un problème véritable lorsqu'il y a une exploitation de la supériorité par la partie le mieux informé de l'information à son bénéfice au détriment de l'autre par rapport à la répartition des gains conjoints que chaque partie pouvait normalement envisager au moment de la conclusion du contrat. Pour résoudre ce comportement opportuniste de la partie mieux informée, l'institution d'une forme de surveillance ou de contrôle dans l'effort de réduire l'asymétrie s'avère nécessaire. Ainsi l'état joue un rôle en assurant le respect des contrats et les garanties données.¹⁶ Pourtant l'asymétrie d'information entraîne aussi une interaction stratégique entre les parties. Ce dernier est le domaine de la théorie des jeux.

e. La théorie des jeux

[11] Cette théorie rentre dans la compréhension des interactions entre individus ou entités dans la société. L'individu rationnel prend en compte souvent sa réaction probable de l'autre. Il agit donc de manière stratégique. La théorie de jeu procure un cadre d'analyse pour ces comportements stratégiques. Elle divise les comportements en plusieurs types notamment : les jeux de conflits purs, les jeux de simple coordination, et les jeux mixtes¹⁷. La relation avec le droit s'inscrit dans l'environnement des conflits juridiques dans laquelle les règles juridiques s'imposent comme règles du jeu encadrant les interactions. Le droit influence ainsi les comportements des acteurs en prenant en considération les stratégies des joueurs, leur marge de manœuvre et l'ensemble d'information¹⁸.

[12] Concernant l'approche théorique de l'analyse économique du droit, M. David Friedman postule qu'il existe trois points dans l'approche proposée par l'analyse économique du droit : 1) prédire les effets que produiront des règles particulières ; 2) expliquer la raison de l'existence des règles particulières et 3)

¹⁶ E. Bénicourt et B. Guerrien, La théorie économique néoclassique – Micro-économie, macroéconomie et théorie des jeux P. 154

¹⁷ Nimrod Roger Tafotie Youmsi. 2013. Build Operate and Transfer: Modalité de partenariat Public-Privé Approche Law and Economics. Bruxelles: Edition larcier. P.298

¹⁸ S. Ferey, Histoire et méthodologie de l'analyse économique du droit contemporain, P. 21

enfin de façon prescriptive expliquer la décision pour le choix des règles qui devraient exister.¹⁹

[13] En résumé, l'analyse économique du droit en se fondant principalement sur les acquis de la théorie microéconomique consiste dans l'application systématique des hypothèses théoriques et de critères de jugements des économistes à l'application et à l'évaluation des règles juridiques.

[14] Par cela, l'application de l'analyse économique du droit au domaine de droit des contrats engendre parmi d'autre la théorie de l'incomplétude des contrats. Cette théorie avance que les parties à un contrat ne puissent pas prévoir à l'avance tous les états du monde possibles lorsqu'elles concluent leur contrat. La logique de cette théorie s'appuie directement à la liste des concepts et des notions précitées appartenant au domaine de « *Law and Economics* » ou Analyse économique du droit. L'allocation Pareto optimum au sens de Kaldor Hicks des ressources devient un souci des acteurs économique chacun soumis à l'asymétrie d'information. La fonction de surveillance et des stratégies de construction de contrat toujours en considération des coûts des transactions fonde le pilier de la théorie d'incomplétude des contrats.

[15] Tel qu'expliqué auparavant, la théorie d'agence éclaire l'existence des asymétries d'informations détenues par les parties dans un financement au profit d'un potentiel opportunisme des entrepreneurs au détriment des investisseurs. Par la suite, cette théorie postule la position avantageuse des entrepreneurs et des managers de l'entreprise par la détention de certaines informations importantes stratégique liées à l'état de l'entreprise. L'entrepreneur dans ce cas puisse choisir d'éviter une déclaration totale de l'information ou une divulgation tard et incomplet. L'entrepreneur en tant qu' « agent » de l'investisseur financier possède donc une motivation fortement lié au niveau de l'opportunisme permis par les conditions concret.

[16] En accordance avec cette théorie, la stratégie des capital-risqueurs repose sur le contrôle et motivations des managers.²⁰ Le contrôle des managers se

¹⁹ D.D. Friedman, *Law's Order – What Economics Has to Do With Law and Why It Matters*, Princeton, Princeton University Press, 2000. P. 15

fait par le biais des contrats de financement. La structuration prudente et méthodologique de ces contrats revêt donc d'une importante capitale pour les investisseurs. La littérature économique nous permet de distinguer deux phases de financement : la période de préfinancement et la période post-financement. Une des outils méthodologiques utilisés pour comprendre en plus des profondeurs les aspects juridico-économique des contrats de capital risque est la théorie de l'incomplétude des contrats. L'emploi de la théorie de l'agence et l'incomplétude de contrats permettra de découvrir le fondement conceptuel du financement par le capital risques.

[17] L'avènement du capital risque en combinaison avec les médias sociaux marqués par le concept des sagesse des foules²¹ (*crowd wisdom*) permettent d'introduire un renouvellement fondamental dans la théorie économique existante de l'avant développement rapide de l'internet 2.0. Le concept connu sous le terme de *crowd-sourcing* apparaît et décrit comme une forme de désintermédiation dans la résolution d'un travail ou d'un problème en faisant appel à un large groupement indéfini.²² La sagesse de la foule (*the wisdom of crowds*) tire sa force dans la diversité de la « foule » inexistant dans le concept classique d'une firme ou entreprise. La variété et divergence des membres anonymes de la foule en termes de talents, de qualifications et expériences passé constituent l'essence même de la foule²³. Une des dérives du concept de *crowd-sourcing* fondé sur la « sagesse des foules » est le *crowd-funding* ou le finance participative. La finance participative décrit la coopération collective, l'attention, et la confiance que procurent les gens à travers l'internet en vue de supporter financièrement et par d'autres ressources les efforts initiés par d'autres personnes et organisations²⁴. L'Autorité des Marchés Financiers définit le *crowd-funding* ou

²⁰ Mondher Cherif. 2008. Le capital-risque. 2^e édition. Paris: Edition Revue Banque. P. 54

²¹ James Surowiecki. 2005. The Wisdom of Crowds. New York: anchorbooks

²² Stanoevska-Slabeva, Katarina. Enabled Innovation: Instruments and Methods of Internet-based Collaborative Innovation. 1st Berlin Symposium on Internet and Society (2011). <http://berlinsymposium.org/sites/berlinsymposium.org/files/crowdsourcingenabledinnovation.pdf>

²³ *Op cit*

²⁴ Kevin lawton and Dan Marom. 2013. The Crowd-funding Revolution: How to raise venture capital using social media. New York: Mc Graw Hill. P. ix

le financement par la foule comme un mode de financement par le public permettant de récolter des fonds en générale de petit montant le plus souvent par le biais de l'internet.²⁵ Le caractère distinctif de la finance participative réside dans la présence d'une dimension fortement affective dans le soutien d'initiatives de proximité ou des projets défendant certaines valeurs. L'appel au grand public permet la création d'un nouvel écosystème de création d'idée et de support. Pourtant l'intervention d'intermédiaire financière classique et de professionnelle se révélera toujours nécessaire surtout dans la structuration et expansion des projets.

[18] De façon générale, Il existe cinq différents modèles de financement participatif dont le don, la prévente, la coproduction, le prêt, et la prise de participation.²⁶ Parmi les différents formes de financement participatives figure une forme de financement ayant un mécanisme de contrôle et de gouvernabilité le plus élevé et promettant un retour à l'investissement. L'« *equity crowdfunding* » ou le financement d'un projet entrepreneurial via la souscription de titres permet aux investisseurs d'obtenir un profit sur leurs investissements en forme d'une hausse en valorisation des titres acquises. Cette caractéristique permet de distinguer l'« *equity crowd-funding* » aux autres types de financements participatifs fondés sur le don ou une rémunération simple. Elle représente 15% de la totalité de marché de finance participative en Amérique avec une totale d'argent collecté par rapport aux autres catégories de finance participatives²⁷.

[19] *Equity crowd-funding* ou finance participative avec rémunération par la souscription de titres est une des formes avancées du « financement par la foule ». L'origine et la justification du « *equity crowd-funding* » puise être tracé aux Etats-Unis. Depuis les multiples crises subit par les états unis aux origines financier avec le plus récent la crise de « *subprime mort-gage* », le gouvernement américain avait fait passé différents lois tel que le Sarbanes-Oxley rendant une

²⁵ Autorité des Marchés Financiers et Autorité de contrôle Prudentiel. Guide du Financement Participatif (crowdfunding) à destination des plates-formes et des porteur de projet.

²⁶ David Röthler et Karsten Wenzlaff. 2011. Crowdfunding Schemes in Europe : EENC Report September 2011. European Expert Network on Culture (EENC)

²⁷ David Groshoff. *Kickstarter My Heart : Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowdfunding constraints and Bitcoin Bubbles*. SSRN Draft per 1 Mars 2014. P.57

plus grande rigidité dans la levée de fond aux marchés financiers. Les règles de Bâle III imposent aux banques un ratio prudentiel plus important rendant ainsi tout emprunt bancaire soumis aux critères plus stricts. Cette inflation réglementaire visant une plus grande protection des investisseurs résultait à un tarissement de source d'investissement. Les « start-up » ou sociétés débutant souvent innovatrice ont été les plus affecté par l'impacte des moyens protecteurs des autorités des marchés financier et régulateurs bancaires. Face à ces conditions, le gouvernement américain avait tentait d'assouplir les règlements de levé de fonds visant le crédit d'amorçage pour les sociétés « start-up ». Ainsi, les règles du droit financier existant depuis 1933 ayant le but d'uniformiser les règles restrictives des levés de fond devrait être revue. En principe, la totalité des législateurs américains était du même avis sur les mesures d'assouplissements favorisant la création des entreprises et de travail avec pourtant un point de divergence portant sur les limites de la protection des investisseurs. Certain législateur américain supporte les idées protectionnistes mettant en importance le potentiel de la prolifération de fraude tandis que d'autres accusent l'inégalité à l'accès aux investissements lucratives et promettant en faveur des plus riches considéré comme un trait distinctif du droit financier.²⁸

[20] En résultat, le cadre réglementaire pour cette forme de financement reste toujours restreint malgré l'introduction d'une loi modifiant la loi sur les titres financiers (*Securities Act*) de l'année 1931 et l'année 1933 en faveur du système de financement participative par souscription de titre. Ainsi le *JOBS Act* est entré en force avec un sous-chapitre connu sous l'appellation de *Crowdfund Act*. Le *JOBS Act*²⁹ et le *Crowdfund Act*³⁰ en Amérique en force depuis l'année 2012 est actuellement toujours en attente d'adaptation au niveau des régulations de SEC (*Securities and Exchange Commission*). Le caractère distinctif du « *equity crowdfunding* » par rapport aux autres modes de financements notamment aux *ventures capital* ou capital-risque se situe à l'utilisation de l'internet comme

²⁸ Thomas A. Martin. 2012. The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd. Willamette University College of Law. P. 5

²⁹ Un acronyme pour « Jumpstart Our Business Start-ups » Act

³⁰ Un acronyme pour « Capital Rising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-disclosure » Act

élément pivot dans la levée des fonds ; les montants modestes des sommes investis, la gestion des investissements et le mécanisme de sélection des entreprises récipient des fonds. Une déconstruction du fonctionnement de l'industrie naissant de « *l'equity crowd-funding* » nécessite une compréhension préalable sur le fonctionnement de l'industrie du capital risque dont elle est une variante nouvelle. Le problème d'agence constitue une problématique pivot dans le financement des projets par les capitaux risqueurs manifesté particulièrement par l'asymétrie d'information.

[21] Les diverses asymétries d'informations sont à présent mitigé par le concept d'*information crowd-sourcing* permettant une rectification d'une condition de l'asymétrie d'information par deux facettes. Le premier réside dans la surveillance collectives des actions et des activités des entrepreneurs en particulier par la masse indéterminés des utilisateurs diverse d'internet participant activement dans le soumission des informations fournis par diverses sources. Cette première facette puise directement dans le concept de « *wikinomics* ». La seconde par la confirmation des demandes d'innovation avant le financement par la foule elle-même. Cette seconde facette est connue sous l'appellation de « *consumer pushed innovation* ». Kevin Lawton dans son livre « *The Crowd-funding Revolution: How to raise venture capital using social media* » support l'idée que la sagesse des foules permet une valorisation plus exacte d'une idée innovatrice contrairement à une tendance centralisé des experts³¹. La démocratisation de choix de projets puis son financement préliminaire est déjà pratiqué de façon approfondis par le portail *Off Road Capitals* qui a rapidement subis une prise d'acquisition par NYPPE Holdings, Inc en 2001³². En France, les portails tels qu'Anaxago et WiSEED ont réussit à financé plus de 16 sociétés débutant (*start-up*) innovant d'une valeur d'investissement de plus de 5.1 million de dollars.

³¹ Kevin lawton and Dan Marom. 2013. *The Crowd-funding Revolution: How to raise venture capital using social media*. New York: Mc Graw Hill. P. 136

³² *Ibid.* P. 125

[22] Ainsi, l'augmentation rapide de l'importance du financement participatif dans la création de valeurs économiques nouvelle, le développement de *start-up* innovatrice et la production de contenus culturelle diverse et unique incite le gouvernement des économies développées à donner une importance particulière au financement participatif. L'élaboration actuelle de régulation en Amérique du nord et en France prend une tournure différente. Les États-Unis avait choisi de inaugurer des lois (*JOBS Act* et *Crowdfund Act*) ouvrant la porte à diverses exemptions visant l'industrie du financement participative. De l'autre côté de l'atlantique, la France tente de créer un statut particulier de conseiller d'investissement propre au mode financement participative, une augmentation de plafonnement des montants d'investissement par rapport à l'obligation de rédiger un prospectus. Le choix d'une politique adéquate déterminera le succès du développement de ce nouveau mode de financement de l'innovation.

[23] Ce mémoire portera ainsi un regard descriptif-analytique sur l'état actuel de financement participatif à souscription de titres (*equity crowdfunding*) dans le cadre des opérations du capital-investissement et des capital risquées. L'emploi de certaines théories classiques de l'économie de la firme entre autres (1) la théorie d'agence de la firme, (2) la théorie de l'incomplétude de contrat en parallèle avec les concepts émergents de (3) *crowdsourcing* et de (4) *wikinomics* propre au domaine du financement collaboratif permettra d'avoir une vue dynamique du financement de l'innovation. L'usage compréhensif des quatre théories citées reconnues comme concept pivot du financement des *start-up* innovatrices par le capital risque permettra de formuler une analyse juridique et financière pertinente en vue de proposer une politique remplissant les demandes inhérentes à l'industrie naissante et en pleine expansion de l'« *equity crowdfunding* » dans le cadre de financement des *start-up* innovatrices.

PREMIÈRE PARTIE. - FINANCEMENT DES *STARTS-UP* INNOVATIVE DANS L'ÈRE DE L'INTERNET 2.0

Chapitre I. - Le Financement de l'Innovation à travers le «capital Investissement et la répartition des risques

Section 1. - Innovation et capital Investissement

§1. Le rôle des capital Investissement dans le financement de l'innovation

[24] L'innovation est un concept à formes multiples pouvant être de nature (produit, service, procédé, organisation), d'origines (des avancées scientifiques, des développements technologiques, des signaux du marché) ou d'ampleur (d'amélioration ou de rupture).³³ Pourtant parmi la divergence en formes, un point commun se pose comme dénominateur commun au concept de l'innovation : l'introduction d'un élément nouveau dans un domaine établi. Un élément additionnel définit l'innovation : l'existence d'une tentative de commercialisation. En d'autres termes, l'innovation concerne la création de nouveauté au sein d'une entreprise ayant une valeur commerciale.

[25] La place de l'innovation dans l'économie capitaliste moderne se révèle être d'une grande importance³⁴. Elle permet au système capitaliste d'évoluer en permanence et en parallèle devient porteuse de croissance et cause des plus grandes transformations.

[26] Pour comprendre les fondements de l'innovation, il est nécessaire de se référer aux travaux de Joseph Aloïs Schumpeter. Pour Schumpeter, les fluctuations de l'économie sont liées à l'apparition d'innovation majeure connue

³³ Thomas loilier et Albéric Tellier. 2013. Gestion de l'innovation : comprendre le processus d'innovation pour le piloter. 2^e édition augmentée. Pis : éditions management et société. P. 19

³⁴ Marie Coris. L'innovation au cœur de la dynamique capitaliste. Problèmes économiques : comprendre le capitalisme. Edition Mars 2014 numéro 5. La documentation française. P.36 - 41

sous le terme de « rupture » au sens où elles vont modifier les structures de l'économie de façon fondamentale. Le cycle économique connaîtra une phase d'ascendance correspondant à une diffusion des nouvelles innovations qui assure la croissance économique et la demande pour certains types de bien suivi donc par une production forte. De façon progressive, une baisse de demande prendra lieu résultant d'une augmentation de la concurrence entre les entreprises. Ensuite, le cycle se retourne avec les périodes de crise marquant l'arrivée prochain d'une nouvelle vague d'innovation. Le passage d'un cycle à l'autre se fait par un processus de destruction créatrice. La période de croissance est marquée par une période de croissance d'activité donc du fleurissement d'emploi tandis que la période de décroissance se traduit par la destruction d'emplois et la faillite des entreprises. La corrélation précitée entre le cycle de l'innovation créatrice de l'emploi et la l'absence d'innovation porteuse de chômage explique tout l'intérêt que portent les gouvernements sur le point. Il y a deux principales d'innovation : (1) innovation *technology push* ou technologie découlant des découvertes technologiques et (2) innovation dite *demand pull* issue des études de marchés ou relevant d'un besoin directement formulé par les consommateurs.

[27] L'innovation a été longtemps le monopole des pays développés mais récemment les pays émergents connus sous l'acronyme BRICS (Brésil, l'Inde, La Chine et L'Afrique du Sud) se sont engagés dans une dynamique de remontée de la chaîne de valeur favorisant d'abord le rattrapage puis la création technologique. La concurrence s'annonce amplement plus féroce et la division du monde en deux pôles traditionnelle : pays du nord innovateurs et pays du sud terre d'accueil de production commence à se désintégrer. En suivant la logique Schumpétérienne, ce processus de destruction créatrice pourrait amener à la destruction d'anciens pôles de l'innovation au nord et la création de nouveaux centres du nord. Cela amène les pays du nord à s'engager avec d'autant plus de ferveur dans le processus de la création de l'innovation.

[28] Au niveau européen ce souci réel de maintenir l'hégémonie économique dans le processus d'innovation se focalise par la stratégie européenne pour l'économie de la connaissance dans sa variante « Horizon 2020 » avec un

objective d'un montant de l'investissement de recherche de développement de l'ordre de 3%. Le gouvernement français prépare aussi le terrain pour l'innovation par la politique française des pôles de compétitivité ou le plan d'innovation.

[29] L'importance économique de l'innovation au niveau macro nous ramène dans l'industrie de financement de l'innovation notamment le *Private equity* ou le capital d'investissements.

[30] Le *Private equity* ou le capital investissement est défini comme l'apport par des investisseurs à des entreprises non cotées (*private*) de fonds propres (*Equity*) ou quasi fonds propres pour en financer le développement ou le rachat.³⁵ Les institutions engagées dans l'apport des fonds varient souvent entre les sociétés ou des fonds investissements, les caisses de retraites (*pension funds*), des banques, des sociétés d'assurance, ou de grosses entreprises. Des personnes physiques comme les capital risqueurs ou des *Business angels* peuvent aussi être des sources des ces apports.

[31] Le *private equity* se divise en deux activités principales : le capital risque (*venture capital*) et le rachat d'entreprise (*buy out*). Le premier se caractérise par un investissement à long terme dans le développement de jeunes entreprises et la seconde correspond à des opérations reprise utilisant souvent le levier d'emprunt (*leverage buy out* ou *LBO*).

[32] Le capital risque moderne apparaît en 1946 avec la création de l'*American Research and Development Association* par Jacques Doriot et la Société spécialisée *Whitney & Company*. Le législateur américain se sont porté à la rescousse par la facilitation de la création de sociétés d'investissements *ad hoc* (SBIC – Small Business Investment Companies) en vue d'apporter de nouvelle source d'investissements aux jeunes entreprises de croissance.

[33] En France l'essor du capital investissement commence dans les années 1980 et 1990 marqué avec la création des Fonds Commun de Placement

³⁵ Christophe Bouteiller et Catherine Karyotis.2013. L'essentiel du Private Equity et des LBO. 2^e édition. Paris : Gualino édition lextenso. P. 11

(FCP) puis les Fonds commun de placement dans l'innovation (FCPI) et enfin les Fonds d'investissement de proximité (FIP) dans les années 2000. En amont l'activisme des *business angels* alimente le marché de capital risque en amont tandis que le pouvoir public dirige par les fonds cité dessus l'alimentation des fonds aux étapes suivantes.

[34] L'étape de la recherche de financement de façon successive puisse être divisée en³⁶ :

1. Capital amorçage
2. Capital création
3. Capital Développement
4. Capital Transmission – LBO
5. Introduction en Bourse

[35] Les trois premières étapes représentent le champ d'activité du capital risque tandis que le capital investissement ou *private equity* s'étend jusqu'à l'étape de Capital Transmission.

[36] En premier, l'étape de Capital amorçage (*seed*) intervient à l'étape le plus précoce de l'entreprise et recouvre les besoins primaires tels que la production d'un *business plan*, la mise au point d'un prototype de produit ou la recherche d'un accès au marché. Par la suite les *Business Angels* individuel ou des associations tel que France *Business Angels* apporte le financement ultérieur couvrant l'étape de démarrage de la *start-up* puis le marketing et la commercialisation. L'étape est connue sous le terme Capital création. Le cycle d'expansion, la croissance et le développement de l'activité entre dans l'étape de financement dite du capital développement. La dernière étape du cycle d'une société non-cotée représente la phase de maturation de l'entreprise. Les rachats des entreprises se manifestent souvent à cette étape de développement.

³⁶ *ibid*

[37] Dans les chapitres à venir, une nouvelle forme de capital investissement ou plus précisément de capital risque née des avancées de la technologie de l'internet sera abordé. Malgré la simplicité de son mode de financement, la philosophie sur laquelle elle est fondée, permet d'avancer vers la « démocratisation » du capital risque et la diversification de l'environnement homogène des prises de décision au sein des capital risqueurs.

§2. - Capital Risque classique : le problème fondamental de l'asymétrie d'information

[38] La structure du financement dans le capital risque permet d'identifier une configuration remplissant la méthodologie présent dans plusieurs théorie de la firme. Selon Frank Knight, la théorie de la firme répond à deux problèmes présents dans la gestion de la firme : l'incertitude radicale et la fonction de la coordination dirigée par le biais de l'organisation de la firme.³⁷ Knight met une importance sur la fonction de coordination en affrontant l'incertitude radicale. Cela étant dit le monde de capital-risque est particulièrement marqué par la présence d'incertitude résultant de risques élevés, l'absence de garanties matérielles pourvue par les sociétés *starts-ups*, le manque d'expérience du management et de la forte incertitude sur *le cash flow futur*. Ces éléments propres aux sociétés débutants (*start-up*) rendent l'accès au capital bancaire difficile (phénomène de la sélection adverse).

[39] Le cycle de vie des *start-up* passe par plusieurs étapes commençant par une phase de *cash-flow* négatives. Si dans le développement de la société le potentiel de croissance apparaisse et se concrétise alors la société commencera à réaliser des bénéfices et le *cash-flow* se transforme au positif. Dans ce dernier cas, la valorisation de la société augmente. D'un point de vue de financement bancaire, cette nature spéculative de financement des *start-up* se révèle être inadapté au

³⁷ Bernard Baudry et Virgile Chassagnon. 2014. Les théories économiques de l'entreprise. La découverte. P. 8

structure de financement bancaire.³⁸ Le financement des entreprises *start-up* concerne des investissements non-liquides dans des sociétés non cotées ayant une nature d'investissement non liquides et un niveau de risque important. Les risques sont manifestés par deux séries de problèmes particulièrement difficile à résoudre : une information asymétrique et des risques de conflits d'intérêt.

[40] À la vue de l'approche méthodologique de la théorie de la firme, cette condition est premièrement dominée par un environnement caractérisé par une forte asymétrie d'information. Dans le cadre de financement du capital-risque, il existe deux parties fortement liés : les investisseurs / capital-risqueurs (le Principe) et les managements de la société *start-up* innovante (agent). Dans cette relation dite de relation d'agence, le management est le mandaté des capital-risqueurs (mandataire). Les tâches mandatées par les mandataires consistent dans la gestion de la société *start-up* en vue d'une création de valorisation des investissements. À l'étape initiale précédant le financement, les entrepreneurs de la *start-up* innovant propose le plan d'affaires (*business plan*) aux capital-risqueurs. Les entrepreneurs détiennent un avantage stratégique par la seule connaissance des plans de développement futur de l'entreprise et l'usage des fonds investis. Cet avantage d'information est connu sous le terme d'asymétrie d'information au détriment des capital-risqueurs. Les plans non-dévoilé par les entrepreneurs des *start-ups* puisse entrer en conflit avec les intérêts des investisseurs. Pour remédier la condition d'asymétrie d'information ou du moins le réduire, les capital risqueurs ont recours aux procès d'audit et de *due diligence*. Cela engage des coûts supplémentaires (coûts d'agence) à la charge des capital risqueurs. Les investisseurs tenteront de parvenir à éviter tout acte opportuniste (phénomène d'aléas morale) des entrepreneurs par la voie du contrat notamment le « pacte d'actionnaire ». La structuration de financement sous la lumière de l'asymétrie d'information déterminera l'allocation des droits et d'obligations entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs.

³⁸ Cyril Demaria. Introduction au *private equity* : Les bases du capital investissement. 4^e édition. Paris : Ediiton Revue Bancaire. P. 15

Section 2. - Répartition des risques : la théorie des contrats incomplets (*incomplete contracting*)

§ 1. - Asymétrie d'information, théorie d'agence et la pratique des Capital-risqueurs

[41] La diversité des conditions propres et spécifiques s'afférant aux demandes des différents types d'entreprise innovante amène à l'impossibilité de formuler un contrat universelle pour tout type de financement. Malgré cela, tel qu'élaborer auparavant, des dénominateurs commun puissent être isolé à travers de la configuration conceptuelle de la théorie d'agence. Une plongée dans la pratique des capital-risqueurs permet d'ailleurs de démontrer que l'industrie du capital risque reflet le plus haut niveau de fiabilité entre le comportement des investisseurs simulé par la théorie et le dynamique existant dans la pratique.³⁹

[42] Le procès de prise de décision dans le capital-risque peut être décomposée en deux période par rapport au financement : (1) la période de préfinancement et (2) la période de post financement. La période de préfinancement se caractérise un fort investissement par les investisseurs dans le procès de *screening* du *business plan* proposé par les entrepreneurs ou les managements des *start-up*. Cette phase permet de réduire l'asymétrie d'information et dégager les points forts et les points faibles du projet. La période de post financement est marquée par une forte activité de suivi (*monitoring*). La théorie d'agence considère que la firme comme un « nœud de contrats » entre différents groupes supposés rationnels et poursuivant une politique de maximisation de la richesse personnelles en directe contradiction avec la maximalisation de la valeur de la firme. Il en découle par la suite que l'activité de *screening* du préfinancement devrait être suivie par un contrôle continu du management. Le contrôle continu permettra de se prémunir contre toute comportement qualifié d'opportunisme pourront nuire aux intérêts des investisseurs. La structure primaire du contrôle sera faite à travers la conclusion

³⁹ Steven Kaplan. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital. The Center for Research in Security Prices Working Paper No. 513 Mars 2000. University of Chicago Graduate School of Business. P. 2

du contrat (pacte d'actionnaire) entre l'investisseur en tant que principe et le management comme agent. Le contrat porte comme objet l'achat pour un prix donné d'une partie du capital de la société dans l'espoir que l'actionnaire majoritaire amènera l'entreprise à remplir la stratégie qu'il entend mettre en œuvre dans le *business plan* avec le but d'assurer la rentabilité escomptée par l'investisseur.

[43] La théorie d'agence reflète le grand débat entre le capital privé et société cotées en support de la thèse sur l'efficacité du capital privé. Cette théorie porte sur le concept des mandats et la problématique de l'alignement des intérêts divergents des parties prenantes. Elle se concentre sur la relation entre la principale (l'actionnaire) et l'agent (dirigeant). La principale cherchera à maximiser les profits générés par le capital investi dans l'entreprise tandis que l'agent – mandatée du premier – poursuit la recherche de la rémunération personnelle et tente de se dégager de la pression du principe. Pour cela, l'agent exploite l'existence d'une asymétrie d'information. Le désalignement entre les actions des gestionnaires et les attentes des mandataires en vue des objectifs fixés au préalable est reflété à travers le concept du coût de l'agence. En pratique le coût se traduit par les procédures et organes de contrôle. Le coût augmente avec l'absence constante du principal au profit de l'agence conduisant à des situations d'aléa moral ou de choix sous-optimaux dans la gestion de l'entreprise. La même réalité est présente dans les sociétés cotées avec un haut niveau de morcellement du capital et l'absence d'implication des actionnaires. Plusieurs solutions sont proposées par la littérature sur la gestion de la firme comme la maximisation de la valeur à moyen terme, un dialogue et surveillance régulier, d'autres actions coordinatrices entre les dirigeants, les collaborateurs et actionnaires. En plus des moyens de gestion précités, il existe un autre moyen plus juridique : l'alignement des intérêts entre principe et agents à travers un contrat de financement structuré.

[44] Tenu compte du rôle central du contrat réglant les relations, ou outil méthodologique se développe dans la théorie de la firme connue sous le nom de la théorie d'incomplétude des contrats. Le concept se diverge de la théorie des

agences cité plus haut en ce qui concerne la formulation de la réalité économique et juridique.

[45] À travers la théorie d'incomplétude des contrats, le postulat d'asymétrie d'information est introduit dans une configuration théorique du contrat incomplet. Les conflits entre les différentes parties du contrat selon cette théorie est le résultat d'incomplétude du contrat provenant de l'impossibilité d'une implémentation et d'exécution (*enforcement*) du contrat. Hart et Moore postule que le coût d'une formulation (*drafting*) d'un contrat remplissant les conditions pour être considéré comme complet sera trop élevé.⁴⁰ Les contrats complets (contrat contingent complet) sont des contrats incorporant la totalité des contingences futures par l'élaboration de « clauses contingences exécutable ». Ainsi la nature de tout contrat est irrémédiablement incomplète d'un point de vue endogène. Par la suite, les théoriciens de cette théorie stipule que la source d'incomplétude de contrat est aussi de source exogène au contrat notamment causé par l'incapacité des autorités tiers compétents de résoudre un potentiel conflit de comprendre pleinement les sophistications des contrats et de vérifier *ex post* le niveau de variable clés que les parties inclus. La théorie est fondé sur la considération qu'une équilibre contractuelle entre les parties sont fondé sur un droit de propriété tiré de l'équilibre de Nash (50/50). Si une partie dépasse l'équilibre et surinvestit dans le contrat au bénéficiant l'autre partie alors une condition dite du *hold-up* ou *quasi-rente* a eu lieu. Cette déséquilibre pourra affecter la motivation de l'autre partie sous-investit à poursuivre la condition spécifique du contrat. La solution proposée par la théorie d'incomplétude des contrats à la condition citée est l'attribution à une des parties du contrat des droits résiduels des actifs de tel sorte que les renégociations *ex-post* remédient aux problèmes de sous-investissements.

[46] Le droit résiduel se réfère au droit de contrôler et de décider des usages d'un actif sans pour autant entrer en contradiction avec le contrat initial, la coutume ou la loi. La partie détenant les droits résiduels décidera *ex-post* du niveau effectif l'échange tenu compte qu'elle possède le contrôle sur l'actif dans

⁴⁰ Hart O et Moore. 1988. Incomplete contracts and renegotiations. *Econometrica*. Vol. 56 no. 4. P. 755 - 786

le cas de « provisions manquante ». Pourtant, la théorie reconnaît l'impossibilité d'arriver au niveau optimal dû à la « non-vérifiabilité » des variables clés du contrat. Par cela, une distorsion d'investissement arrivera toujours et seul une minimalisation de la distorsion pourra être obtenue.

[47] En addition à la stratégie d'attribution à une des parties du contrat des droits résiduels des actifs, il existe quatre trajectoire stratégique de base que propose la théorie en contribution à l'effort de mitigé l'incomplétude contractuelle *inter alia*⁴¹ :

- (i) En minimalisant le nombre des « *gaps* » ou « vide juridique » à travers une formulation plus compréhensive des contrats
- (ii) La rédaction des mécanismes de flexibilité
- (iii) En minimalisant le champ de dispute en employant un langage complémentaire et une construction de contrat plus relationnelle
- (iv) La délégation des obligations dite du *gap-filling* (comblé la vide contractuelle) à une troisième partie externe.

[48] L'implémentation de ces stratégies de rédaction contractuelle est bien observable dans la pratique des capital-risqueurs. Pour le premier point, les capital risqueurs emploie certaines clauses de gestion pour remédier l'asymétrie d'information résultant dans la formation de l'incomplétude contractuelle. Les clauses cité plus loin adopte autant la création des mécanismes de flexibilité pour contrer la fluctuation du futur que l'emploi d'un langage plus relationnelle. Il existe certains types de clauses relatives au contrôle de la stratégie du management⁴² :

➤ **La clause d'information (*reporting*)**

La clause oblige les gestionnaires à fournir de façon régulier des informations sur le résultat des décisions prises par rapport à l'état

⁴¹ *Ibid.* P. 85

⁴² Mondher Cherif. 2008. Le capital-risque. 2^e édition. Paris: Edition Revue bancaire. P. 110-111

financier de la start-up permet la réduction l'asymétrie d'information et ainsi s'approchant d'un contrat complet (*complete contingency contract*). Le type de documents d'informations est en forme de bilan, compte de résultats ou de rapports d'activités.

➤ **Audits**

Les principales *in casu* les investisseurs emploient le droit prérogative de procéder à un audit approfondi des comptes de la société. Ce droit permet ainsi de réduire tout acte d'opportunisme du management au détriment des investisseurs.

➤ **Comité consultatif ou poste au conseil d'administration**

À travers les pactes d'actionnaire, les investisseurs prévoient la mise en place des comités consultatifs constitués de chef d'entreprise, des cadres supérieurs, des représentants des investisseurs ou des consultants extérieurs. Les comités permet les investisseurs d'obtenir d'information plus étendue et compréhensive assurant le respect des objectives fixés lors de la prise de participation.

➤ **Droit de préemption réciproque**

Ce droit est conféré de façon réciproque entre l'actionnaire principal et l'investisseur duquel ils s'obligent mutuellement au cas où l'une des deux parties souhaiterait de vendre ses titres à un tiers. Il oblige les deux parties à offrir en priorité entre eux au même prix et avec les mêmes conditions. Le droit est assuré à travers les statuts ou une chartre avec un but de prémunir contre l'arrivée d'investisseurs indésirables en achetant les titres du vendeur à leur place.

➤ **Droit de suite**

Par ce droit, l'investisseur assure qu'au cas le management décide de créer une filiale au détriment des investisseurs minoritaires, ces derniers auront le droit d'investir dans la société sœur avec le même montant détenu dans la société mère. Ce droit permet de mettre à l'abri les investisseurs minoritaires contre le transfert de toute rentabilité vers les sociétés nouvelle dont il sera absent.

➤ **Maintien du contrôle par le majoritaire**

Au cas où une cession du contrôle de la société par l'actionnaire majoritaire prend place, le minoritaire peut obliger les majorités à lui racheter les parts ou à les faire racheter par les acquéreurs du bloc majoritaire aux conditions similaires.

➤ **Obligation de non-concurrence**

La clause de non-concurrence oblige l'actionnaire principal pendant la durée de présence de l'investisseur au capital à éviter de lancer une nouvelle affaire directement en concurrente pouvant résulter à un détournement d'affaires.

➤ **La clause anti dilution**

Cette clause permet à l'investisseur de maintenir le pourcentage de capital détenu antérieurement à l'opération en obtenant l'engagement des autres actionnaires de céder un certain nombre d'actions. La clause se présente comme une promesse unilatérale de vente sous condition suspensive d'augmentation de capital.

➤ **La clause *ratchet* et l'ajustement du prix de souscription**

Cette clause permet aux capital risqueurs de se reluer si la valorisation de la société s'avère inférieure à celle qui a servi de base à leur entrée dans le capital de la start-up à l'occasion des tours de tables suivants.

[49] En plus de l'emploi de clauses précitées dans la structuration de contrats de financement, les capital-risqueurs ont l'option de financer les *start-up* par étapes (*staggering*). En fractionnant leurs apports, les capitaux risqueurs se réservent le droit de renoncer au projet en cas d'échec de l'étape précédente de financement. Cette stratégie de financement permet de résoudre les problèmes d'asymétrie d'information et de valorisation telle que démontrer dans le cas de Hotmail.⁴³ Elle permet aussi la réduction des risques d'investissements en obligeant les managers à maximaliser les ressources limitée mise à leur disposition. Cette seconde stratégie reflète l'adoption d'un mécanisme de flexibilité à travers la rédaction des contrats de financement. Une construction de contrat plus relationnelle est aussi démontrée à travers la technique de *staging* en

⁴³ *Ibid.* P. 117

façonnant les contrats aux conditions réelles de progrès des *start-ups* tirées de l'observation réel de progrès.

[50] Par ailleurs, la recherche menée par Steven Kaplan permet de dégager des points importants dans la relation entre la théorie de contrat de financement et la pratique des capital-risqueurs⁴⁴. Les découvertes de la recherche sont *inter alia* que⁴⁵ :

- (1) Les capital-risqueurs procède à une distinction entre l'allocation des droits sur les flux de revenus (*cash flow*), droit de vote, droit de représentation à l'assemblée générale, droit de liquidé et d'autres droit de contrôles.
- (2) Les capital-risqueurs emploient les titres convertibles et la combinaison de multiples classes d'action (commune ou action de préférence)
- (3) Les droits sur les flux de revenus (*cash flow*), droits de votes, droits de contrôle et le financement futures sont souvent fixé ou contingent par rapport à des éléments de performances de nature financières ou non-financière observable.
- (4) Dans la condition où l'entreprise faillit à remplir les conditions promises, les capital risqueurs obtient un contrôle total de l'entreprise. Les capital-risqueurs sont plus soucieux de leurs droits sur les flux de revenus (*cash flow*) ainsi si l'entreprise procède à une hausse de valorisation et de revenus, les capital-risqueurs augmenteront les droits sur les revenus en échange d'une réduction de contrôle et de droit de liquidation.
- (5) Les clauses de non-compétition et d'autre clauses de bonne foi (*vesting provisions*) sont invoqué dans le but de mitigé les problèmes potentiel de *hold up* entre l'investisseur et l'entrepreneur cité auparavant.
- (6) Des incentives portant sur la distribution des flux de revenus (*cash flow*), les droits de contrôles et d'autres clauses de contingences sont de nature complémentaire que substitutives.

⁴⁴ Steven Kaplan et Stromberg. 2001. Venture capitalists as principals: contracting, screening, and monitoring. National Bureau of Economic Research Working Paper. P.1

⁴⁵ Steven Kaplan. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital. The Center for Research in Security Prices Working Paper No. 513 Mars 2000. University of Chicago Graduate School of Business. P. 43

[51] En résumé, les activités des capitaux risqués en pratique assimilent fortement le cadre théorique portant sur l'asymétrie d'information et l'incomplétude des contrats. La stratégie contractuelle adoptée pour réduire les problèmes d'asymétrie d'information et l'incomplétude contractuelle se révèle aussi être similaire. Ainsi, un cadre d'analyse fondé sur la théorie d'agence et l'incomplétude de contrat pourra aboutir à des conclusions pratiques. Par la suite, la recherche entrera dans l'impact de l'environnement numérique en particulier l'internet 2.0 vis-à-vis le problème d'incomplétude des contrats. Le progrès du numérique bouleverse l'environnement contractuel surtout par rapport au concept de l'asymétrie d'information.

§ 2. – L'environnement numérique et la mitigation de l'incomplétude des contrats

[52] La littérature d'économie juridique (*Law and Economics*) stipule qu'il y a deux sources majeures d'incomplétude des contrats : 1. *Transactions cost* (coût de transaction) et 2. *Bounded rationality* (rationalité limitée)⁴⁶. Le concept du coût de transaction se rapporte à l'effort employé pour réduire le désalignement entre la gestion et le mandataire. Le concept de *bounded rationality* est lié à la considération de l'existence d'une erreur humaine dans la rédaction des contrats. Il y a trois types d'erreurs. En premier, les parties au contrat peuvent faillir dans la tentative d'anticiper l'existence de conditions futures omettant ainsi certaines possibilités futures. En seconde, les parties peuvent prédire de façon inexacte les conditions futures pouvant se produire ou leur prêtant moins d'attention à certaines possibilités. Troisièmement, les parties au contrat assignent régulièrement des clauses contradictoires ou pouvant donner lieu à des interprétations contradictoires.

⁴⁶ Simon A. B, Schropp. 2009. Trade Policy Flexibility and Enforcement in the WTO. International Trade and Economic Law. New York: Cambridge University Press. P. 65

[53] Le développement de la technologie permet la réduction de la condition de *bounded rationality*. Pour comprendre ce phénomène il faudra emprunter deux concepts nouveaux en progrès rapide : (1) Wikinomics de Don Tapscott et (2) Crowdsourcing.

[54] Don Tapscott et Anthony D. Williams dans leur livre intitulé « Wikinomics » avance un concept selon laquelle l'innovation de la future réside dans la collaboration de plus de personnes. Le concept comme son nom le démontre s'est inspiré de l'application « wiki ». Cette application permet à toute personne de contribuer dans le développement de l'application et le modifier. Un grand succès de cette application puisse être trouvée dans le site web « wikipedia », une encyclopédie en ligne modifiable à la portée de toute personne ayant une connexion internet. Malgré la nature ouverte de « wikipedia », le nombre d'erreur par article est aussi bas que celle d'Encyclopédie Britannica.

Don Tapscott formule 4 concepts fondateurs de wikinomics⁴⁷ :

1. Le principe d'ouverture (*openness*).

Ce principe encourage les organisations à trouver des talents dans le monde entier pour contribuer dans le travail

2. Le principe de *peering*

Le principe du *peering* permet l'élimination des structures hiérarchiques traditionnelles et crée un environnement de travail égalitaire.

3. Le principe du partage (*sharing*)

Le principe du partage permet les collaborateurs à partager leurs infrastructure, ressources et leur vues.

4. Le principe de l'acte au niveau « mondiale »

Le principe de l'acte au niveau mondial incite les organisations à se mettre à jour par rapport aux développements récents sur le terrain.

[55] Le principe de wikinomics avait déjà été appliqué dans le cas de « Goldcorp Challenge » en March 2000⁴⁸. La société minière avait

⁴⁷ Don Tapscott et Anthony D. Williams. Wikinomics: How Mass Collaboration Changes Everything. P. 9

presque fait faillite lorsqu'ils étaient confrontés à un problème de recherche pour des nouveaux dépôts d'or. La société applique le concept d'*open source* en partageant l'information géologique et engageant un concours ouverte pour la meilleure solution. Les résultats étaient remarquables et des contributeurs ayant des expériences diverses et non limité à la géologie proposait des solutions. Le système collaboratif permettait de réduire de 3 ans le temps d'exploration. En d'autres termes, le concept de *wikinomics* introduit le concept de travail collaboratif en masse dan la création d'une valeur innovatrice au niveau d'organisation. Ce concept fondé sur l'extension de connectivité à travers le monde avec l'avènement de l'internet 2.0. L'infrastructure du web actuelle ouvre la possibilité de pleinement exploiter les principes et apports du concept de *wikinomics*.

[56] L'application du concept de *wikinomics* et du travail collaborative de masse au concept d'incomplétude des contrats permet de dégager certains points. Dans le cas précité de Gold Corp., le CEO de l'entreprise – Mc Owen – témoigné que le succès du concept de travail collaboratif réside dans la recherche des solutions en dehors des limites de l'organisation de l'entreprise. L'approche du partage d'information à une masse constituée des personnes aux expérience et ressources diverse réduit la faiblesse source d'incomplétude des contrats : *bounded rationality*. Le même problème persiste dans l'industrie du capital risque où les décisions de financement sont cadrées par une personne ayant une expérience homogène. L'existence d'une hiérarchie propre à toute organisation – capital risqueur compris - éteint souvent toute lueur d'innovation émergente des cadres plus bas. De plus, l'expérience commun des capital risqueurs les pousse à appliquer un point de vue purement financier (le calcul des expectations de profit sur les base de taux de rendement Internet par exemple) et omettant ainsi des possibilités non-financier tel que l'existence d'une forte demande dans une marché naissante.

⁴⁸ *Ibid.* P. 21-30

[57] L'élaboration du concept de *wikinomics* permet d'aborder le concept fondateur du *crowdfunding* : la sagesse des foules et le crowdsourcing. D'après sa recherche, James Surowiecki dans son livre « *The Wisdom of crowds* » postule qu'une décision faite par une foule de personnes puisse être de hautement « intelligente » si les quatre critères sont remplis⁴⁹ :

1. **La diversité de l'opinion.** Par cela toute personne devrait être en possession d'au moins une information de nature privée et personnalisée.
2. **Indépendance.** L'opinion de toute personne devrait être étanche de l'opinion des autres les entourant.
3. **Décentralisation.** Les gens devraient être dans la possibilité de formuler une conclusion fondée sur un savoir local
4. **Agrégation.** Une forme de mécanisme existe avec la fonction de transformer des qualifications personnelles en une décision collective.
La décision obtenue au cas où les quatre points sont remplis devrait être mathématiquement exacte puisque le nombre de réponses imbuës d'erreur sera annulé par le nombre de réponses ayant une substance d'information valide.

[58] La sagesse des foules dont défend James Surowiecki puisse être interprétée par rapport au concept de l'incomplétude des contrats. Les critères de diversité, d'indépendance, de décentralisation et d'agrégation permettent d'annuler le phénomène de « *bounded rationality* » en maximalisant la diversité des preneurs de décision et porteurs d'idées. Une étude comparative entre l'environnement des experts et du marché (la foule) produit le résultat confirmant la thèse selon laquelle existe une forme de « *bounded rationality* » dans l'environnement des experts. Les experts qualifient une idée en intégrant dans leurs barèmes des points exogènes des descriptions des idées comme la séniorité de l'inventeur

⁴⁹ James Surowiecki. 2005. *The Wisdom of Crowds*. New York: Anchor Books. P. 11

tandis que le marché juge seulement sur la valeur intrinsèque de l'idée⁵⁰. Pourtant un point commun existe entre les deux groupes : la valeur portée sur les commentaires des idées.⁵¹ Les deux groupes émettent une appréciation positive des commentaires sur les différentes idées proposées. Ainsi, par l'élaboration précitée, la source de l'incomplétude – le *bounded rationality* – est partiellement résolue dans l'application d'un travail collaborative par une foule remplissant les quatre critères dégagé par James Surowiecki dite de la « sagesse des foules ».

[59] À présent, il est temps d'aborder le concept de *crowdsourcing*. Le concept de *crowdsourcing* a été présenté la première fois par Jeff Howe en 2006 dans un article du magazine « wired » intitulé « *The Rise of Crowdsourcing* ». ⁵² Il trouve son source dans la pratique des applications connues sous le nom des « *open source* ». Ce concept correspond à la logique de *wikinomics* cité auparavant. Une grande partie de l'infrastructure du web connu à présent incluant la moteur de recherche Google a été alimenté par les sources provenant du grande publique à travers le net. À l'instar du concept de *crowdsourcing* permettant un appel public de diverses ressources, le *crowd-funding* s'applique le concept de désintermédiation du concept au monde finance. Certains plateformes initialement connu comme étant des portail de « *crowdsourcing* » existe toujours et développe rapidement tel que « Kiva » dans la domaine de microcrédit aux entrepreneurs du tiers-monde ou « CrowdSPRING » et « 99designs » offrant des maquettes (*design*) en faisant appel à une foule de contributeur. Le *crowdfunding* ou le financement participatif est un part spécifique du *crowdsourcing*, plus exactement l'application de la logique du *crowdsourcing* au domaine du financement des idées innovatrices. Ce dernier peut elle-même être le résultat d'un effort d'un travail collaboratif en ligne (*crowdsourced*).

⁵⁰ Giancarlo Lauto et Finn Valentin. 2014. Collective vs. Expert rationality for evaluation of new technologies in *crowdsourcing* initiatives. Essai à présenté dans la conférence de DRUID Society 2014 CBC Copenhague Juin 16-18. P. 17

⁵¹ *Ibid.*

⁵² Kevin Lawton et Dan Marom. 2013. The crowd-funding revolution: How to raise venture capital using social media. New York: Mc Graw Hill. P. 4

[60] Le mode de financement participatif (*crowdfunding*) avait fait des débuts fulgurants aux États-Unis. L'idée du financement réside dans le concept du *crowdsourcing* consistant à un appel d'offre de contribution à un publique déterminée (des communautés en ligne) ou indéterminée (le « *crowd* ») pour un certain projet. L'ontologie de cet appel à la foule (*crowd*) réside dans une conception de la sagesse des foules. Le marché des idées et de l'innovation est fortement marqué par l'empreint d'un monopole et d'intermédiation des créations. Un nombre restreint de professionnelle supportée par des financiers propose un produit culturelle ou concept aux marchés et impose une certaine uniformisation des préférences du marché. Le développement de l'internet amène à une montée de connectivité à travers le monde et la chute des barrières du distance et géographique. L'explosion des sites concentré dans la lignée de certains type de préférences tel que l'art donnait naissance à des artistes et de générateurs de produits culturelle indépendants. Le net 2.0 permet par cela un développement de contenu du net à deux sens. Les utilisateurs d'internet se dégage de la passivité du consommateur de contenus et devient aussi des producteurs de contenus. Le *crowdsourcing* poursuit son chemin vers plus de défis propres à la production des contenus culturels et créatifs : le financement des productions d'œuvres. Des artistes et de créateurs de contenus culturels propose donc sur le fondement des mêmes principes que la *crowdsourcing* propose à la foule d'utilisateurs d'internet de financer leurs idées. La réussite des financements des diverses films⁵³ par ce moyen introduisait une grande enthousiasme dans l'implémentation plus étendue du principe. La nature de certaines idées en particulier dans le domaine de technologie ne se limite point à une mise en œuvre simple par la simple réalisation d'un concept d'invention. Cette dernière nécessite des recherches longue et couteuse et engage souvent la constitution d'une forme juridique.

[61] La construction d'une entreprise débutant (la *start-up*), les entrepreneurs devrait se procurer une source de financement (crédit d'amorçage). Dans le cadre d'un financement initial d'une entreprise innovant, il y a traditionnellement deux alternatives : un emprunt bancaire ou la bourse. La nature

⁵³ Vincent Ricordeau.2013. Crowdfunding Le financement participatif bouscule l'économie. Paris : Editions Fyp P. 18

incertaine et l'absence de la possibilité de formuler une projection d'un flux de revenue certain résultent à la nature incertaine de tout investissement. En considération de la nature risquée d'un investissement en forme d'emprunt au stade d'amorçage (*seeding*), les banques hésitent dans la pluparts de temps à procurer l'emprunt. En plus de cela, dans le cas où la banque s'accorde à garantir un prêt le coût sera dans la pluparts du temps trop élevée pour la condition d'une société au stade initial.

[62] La seconde alternative serait de se tourner aux marchés financiers en faisant une offre publique à l'épargne. Cette seconde alternative est en pratique quasi impossible pour cause le coût de l'ouverture du capital au publique. Les procédures de production d'un prospectus, le *due diligence* et procédure constant de *reporting* aux autorités de marché financier rendent le procès de IPO⁵⁴ hautement couteuse. Le seul recours possible serait de soumettre un tiré de crédit des investisseurs institutionnel privé à des capital-investisseurs. Cette solution semble le plus pertinent avec toutefois des limitations significatives. Les *business angels* et les capitaux risqueurs tel qu'a été exposé en profondeurs dans la première partie de la mémoire procèdent à des investissements en se basant à certains critères de nature financière⁵⁵. En subséquent, de nombreux société et entrepreneur avec des idées créative sont souvent rejeté pour raison d'une basse rentabilité.

[63] Par un élan de créativité, le monde financier à travers la pratique invente le capital-risque 2.0, un hybride entre le financement capital-risque classique et l'enthousiasme dynamique propre de *crowdfunding*. Cette nouvelle forme de financement puisse être trouvée dans la pratique des portails de finance participative avec souscriptions de titres (*equity crowdfunding*) comme dans le cas de *crowdcube.com* aux états unis et *Wiseed* en France. Malgré la nature réduite des montants d'investissement, la nature incertaine des opérations au stade initiale de la société, le droit financier limite l'appel à l'épargne même de nature privée. Un survol de droit de marché financier américain démontrera les barrières réglementaires se dressant face à ce crowdfunding 2.0. Heureusement, l'entrée en

⁵⁴ IPO ou *Initial Public Offering* correspondant à l'appel public à l'épargne

force du JOBS Act (*Jumpstart Our Business Startups Act*) et le CROWDFUND Act (*Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure*) avait permis la création d'un système favorable pour le développement du finance participative en particulier le finance participative avec souscriptions de titres. Le JOBS Act introduisait diverses exemptions permettant la levée de fonds que jadis contredit le régime hautement protecteur du droit financier américain.

[64] Le contexte historique de la naissance de droit financier américain permet de comprendre l'étendue des développements récents en relation avec la finance participative. L'écosystème juridique de *Wallstreet* était peu régulé au niveau fédéral avant le grand *crash*. À la suite de la tragédie financière, le *Congress* américain passe « Securities Act of 1933 » régulant ainsi la vente entre état fédéral des « Securities » pour se prémunir contre des futurs abus financiers. Cette loi rend illégale le fait de vendre « Securities » dans un état fédéral sans se conformer auparavant aux réglementations propre à cet état. En plus, cette loi oblige à toutes les sociétés émetteur de se registrer au sein de l'autorité des marchés financières (Securities and Exchange Commission / SEC). Le but de cette procédure est d'assurer une transparence en forme d'une large étendue d'information mise à la disposition du grand public. Le SEC ne s'occupe que de la validité des déclarations par rapport des informations déclaratives. L'année suivant (1934), le congrès américain passe le « *Securities Exchange Act 1934* » avec un champ d'application destiné au marché secondaire (vente des « Securities » au grand publique). Depuis fin des années 30, la loi le « *Securities Exchange Act 1934* » a été étendu aux échanges de type « *over-the-counter* » ou des échanges entre des entités privé sans passer par la bourse. Ces deux lois fondamentales au bien fonctionnement des marchés primaire et secondaires ont par la suite été complétées par diverse décisions de courts. En octobre 200, le SEC avait ratifié une régulation imposant une déclaration d'information non-sélective connu sous le nom de « *Régulation Fair Disclosure* » ou (Reg FD). Cette régulation rend obligatoire tout déclaration d'information de façon générale et non-discriminative. Ensuite, en Octobre 2010 une autre réforme après la crise

financière de 2007-2008 connu sous le nom de « Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act ».

[65] La succession des différentes réformes marquée par une forte réglementation de la marché financière rend au préalable le concept de *equity crowdfunding* presque impossible. L'avènement de la technologie d'internet et la nécessité de alimenter les nouvelles industries technologiques et créatives avec un financement initial (*love money*, crédit d'amorçage, crédit d'expansion) avait permis l'introduction du JOBS Act. L'esprit de cette loi réside dans la tentative de trouver un juste équilibre entre la protection des investisseurs et épargnants obtenu à travers les différentes réformes jusqu'à présent et la création d'un écosystème adéquate au développement de la technique de financement de l'« *equity crowdfunding* ».

[66] En résumé, l'origine ontologique du *crowdfunding* est une évolution conceptuelle formée de quatre éléments innovatrices : a) Une activité collaborative dans la formulation d'une idée innovante ; b) Une tentative de désintermédiation de financement de ces idées ; c) un suivi continu de la production des idées par une foule diversifiée de personnes ; et d) un potentiel solution aux problèmes source d'incomplétudes des contrats notamment le *bounded rationality*.

[67] En prenant en considération ces éléments distinctifs du *crowdfunding*, il est nécessaire de distinguer l'approche juridique et régulatrice du *crowdfunding* des autres formes de financement au risque de rendre ce nouveau mode de financement obsolète.

Chapitre II. - Capital-risque classique et l'avènement du modèle 2.0

Section 1. – Capital Risque 2.0 : finance participative avec souscription de titres (*equity crowdfunding*)

[68] Le développement rapide de la technologie d'information et de communication, en particulier l'internet avait permit à l'augmentation de taux de connectivité en faveur des contenus générer par des acteurs indépendants (*user generated content*). L'état actuel de l'internet est connu sous l'appellation du web 2.0 caractérisée par la possibilité de proposer des contenus et non seulement une consultation d'un contenu déjà proposé par des professionnelle du milieu. Cette architecture avancée du web supporte la création des communautés culturelles virtuelles unifiées par une pluralité des passions culturelles communes. Cela permet à la naissance d'une demande de contenus d'œuvres culturelle hors de marché conventionnelle. La nature tout au moins restreint des milieux passionnés de ces œuvres rende difficile le financement des projets et la création des œuvres à travers les prêts bancaire traditionnelle. Ce déficit de moyen de financement amène à la formation des appels de financement à travers le web et par le biais de différentes communautés partageant la même passion pour des nouveaux contenus. Ce moyen de financement avait rencontré un succès fulgurant démontré par la réussite de financement de plusieurs films au-delà des sommes requise⁵⁶. Initié dans le domaine de la musique et d'œuvres culturelles, la finance participative avait ensuite rencontré un développement rapide marqué par la diversification des formes de financement participative. Tenu compte de la relation étroite entre le financement participative, l'utilisation des moyens de technologie et d'informatique, et la croissance du secteur innovatrice, le montage de financement avait été diversifié vers une forme fondé sur la rémunération plus varié.

⁵⁶ Nicolas Dehorter. 2013. Crowdfudning Réussissez votre campagne. Strasbourg: Editeur Colligence.P. 40

[69] Le financement participatif avec prise de participation⁵⁷ ou *equity-based crowdfunding* représente une des formes de *crowdfunding* parmi d'autres. Il s'agit de permettre aux internautes d'entrer directement ou indirectement au capital de certaines sociétés qui cherchent de nouvelles sources de financement de leurs investissements.⁵⁸ L'investisseur souhaite obtenir des parts de participation à des sociétés débutant (*start-up*) à un prix relativement faible par le biais des sites web dédiés prévoyant des montants initiaux aux alentours de 1000 euros. Ils espèrent ainsi profiter de la perception de dividendes futurs ou anticiper une cession des titres avec plus-values. L'analyse du Cabinet Deloitte sur le phénomène de cette forme de financement participatif préconise un environnement législatif et réglementaire favorable pour que l'industrie puisse évoluer et générer plus d'un milliard de dollars en comparaison avec seulement quelques millions de dollars dans le cas contraire.⁵⁹

[70] Le mode de financement de « *equity crowdfunding* » repose sur l'apport des titres de fonds propres, quasi fonds propres ou une forme d'arrangement financier pour le partage de profits⁶⁰. Ce mode de financement permet la possibilité de partager le futur profit généré par une entreprise et pourra attirer un large nombre d'investisseurs. En dépit de la caractéristique positive, il existe des faiblesses marquant ce mode de financement tel que le risque de perdre la totalité des investissements en prenant pour cela en considération de la nature des teneurs de « *equity* » qui sont des créanciers subordonnés aux autres créanciers prioritaires en cas de faillite. Les lois complexes encadrant les opérations sur les titres pourront aussi exercer un effet dissuasif pour avoir recours à ce type de financement.

[71] Malgré cela, la Banque mondiale considère que l'« *equity based crowdfunding* » permet de remplir le « vide » de financement (*funding gap*) en parallèle avec les « *business angels* » dans le cycle de financement des *start-up*. La courbe suivante démontre aussi l'importance de l'impact de « *equity*

⁵⁷ L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) emploie le terme Financement Participatif avec souscription de titres

⁵⁸ L'Agence Aquitaine du numérique. Le Financement Participatif, une alternative à la levée de fonds traditionnelle. P. 11

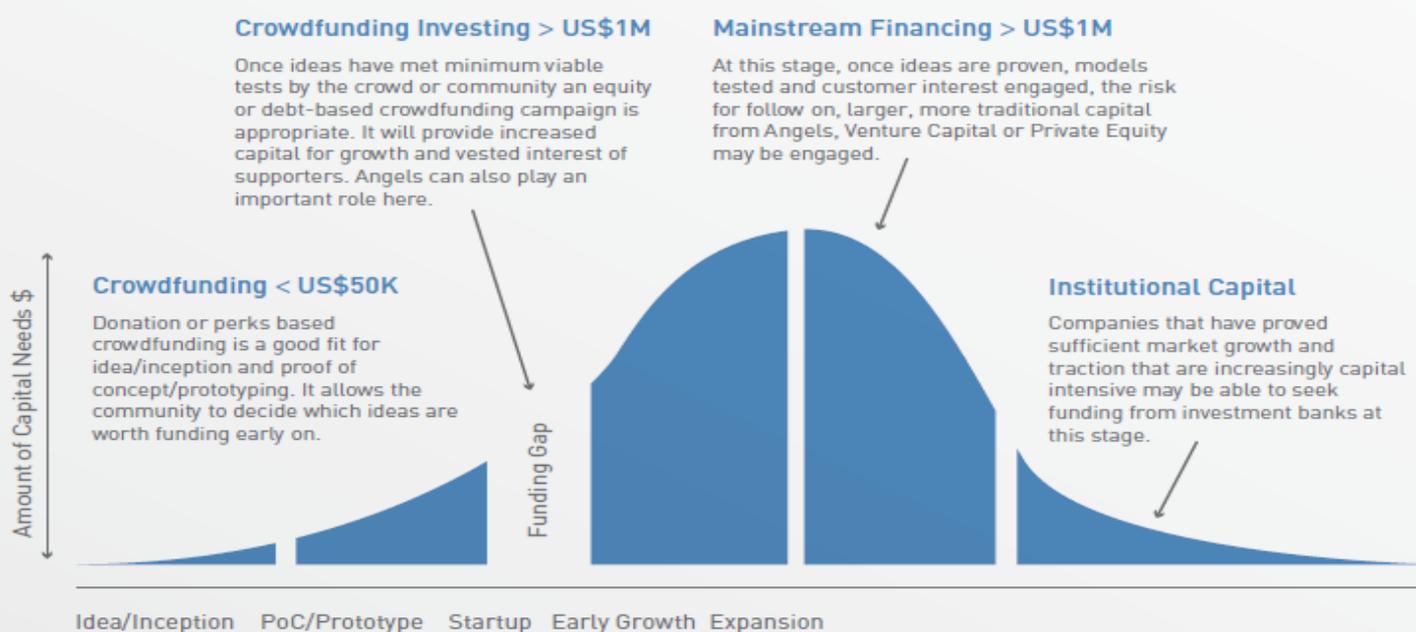
⁵⁹ Deloitte. 2013. « *Let's get together: crowdfunding portals bring in the bucks* ».

⁶⁰ Banque Mondiale. 2013. *Crowdfunding's Potential for the Developing world*. Washington: Information for Development Program (infoDev). P. 20

crowdfunding » si le montant investi par ce mode de financement puisse dépasser le montant de 1 000 000 Dollar américain. PME finance dans un document de réflexions sur une consultation de place proposé la même idée selon laquelle le cadre règlementaire en France devrait favoriser les *start-up* à travers l'intégration de l' *equity crowdfunding* dans la chaîne de financement.⁶¹

FIGURE 1.1. CROWDFUNDING ADOPTION CURVE

Where Crowdfunding Fits on the Funding Lifecycle



Source : *InfoDev Banque Mondiale* 2013

[72] Il y a plusieurs raisons pour laquelle les sociétés font recours au *crowdfunding* tel que ⁶²:

- (i) Pour réduire le coût de production. En faisant appel à la foule pour améliorer la forme et le *design* des produits.

⁶¹ PME Finance. Crowdfunding et TPE-PME Réflexions sur la consultation de place. 13 Novembre 2013. P. 4

⁶² Armin schwienbacher et Benjamin Larralde. Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. Book Chapter forthcoming in *Hanbook of Entrepreneurial Finance (Oxford University Press)*. Septembre 2010. P. 6

La foule des individus en tant que futur consommateurs contribueront à créer de la valeur pour la société. Ayant connaissance des attentes par rapport aux futurs produits, les consommateurs apporteront des perspectives neuves pour améliorer les produits en se fondant sur leurs expériences.

- (ii) *Crowdfunding* permet d'émettre un signal au marché sur leur venue de leur produit et de se créer une niche de potentiel consommateur. Cette approche permettra autant de découvrir sur l'existence d'une demande préalable.

[73] Ensuite ce mémoire exposera la typologie générale des moyens d'investissements à travers la finance participative avec souscriptions de titres employé par les portails des finances participatives avec souscriptions de titres.

Section 2. Typologie Général de la Finance Participative avec souscription de titres / fond propres (*equity crowdfunding*)

[74] La finance participative avec souscriptions de titres procède par l'investissement par une foule d'investisseurs avec une entrée dans la capitale d'une société *start-up*. Pour cela, il existe deux modèles d'investissements : 1) L'investissement direct et 2) L'investissements à travers les holdings. Pour la seconde modèle, une plateforme française reconnue pour être la première plateforme d'« *equity crowdfunding* » à réussir une sortie d'investisseur avec plus values – WiSEED – sera abordé.

§1. Investissements directe

[75] Le premier modèle représente le modèle d'investissements direct. Par ce modèle une *start-up* procède à une demande d'investissement par une offre d'entrée en capital par des investisseurs intéressés. L'inconvénient de ce premier modèle réside dans le problème de coordination entre les investisseurs. Ce problème puisse être remédié par l'ouverture d'une chaîne de communication entre les investisseurs de la foule (*crowd*) dans le cadre d'un échange d'information. Les sites française adoptant ce modèle de prise de participation directe sont tel que « anexago.com », « Particeep », « Smartangels » et « Happycapital »⁶³. L'avantage d'une prise de participation directe serait de pouvoir avancer au-delà d'une logique d'investissement financière.⁶⁴ En d'autres termes une « *affectio societatis* » est recherché par les investisseurs optant de participer directement dans les sociétés cibles. Malgré cela, le problème de la dispersion des actionnaires (*dispersed ownership*) affaiblira la position des investisseurs de la foule par rapport aux autres investisseurs dans le cas la société procède aussi à d'autres moyens de financement. Le montant minimum de la prise de participation (ticket d'entrée à l'actionnariat) s'ajoutera au problème de la dispersion de l'actionnariat. Cette condition sera au détriment des investisseurs à la plateforme adoptant l'investissement directe. Les stratégies employé par les sites adoptant la prise de participation directe varient en suivant la considération prise par les portails au cas par cas. « Anexago » par exemple regroupe l'ensemble des investisseurs dans un collège et 1 jusqu'à 5 investisseurs nommée représenteront l'ensemble des investisseurs.⁶⁵

⁶³ <http://pro.01net.com/editorial/614408/panorama-des-plateformes-de-crowdfunding-francaises/> accédé le 19 Juin 2014 à 17 :43

⁶⁴ <http://blog.adocta.com/2013/10/09/crowdfunding-financement-participatif-profil/> accédé le 19 Juin 2014 à 17 :26.

⁶⁵ <https://www.anaxago.com/fr/concept-investisseur> accédé le 19 Juin 2014 à 17 :00

§2. Investissement à travers des holdings

[76] Les problèmes rencontrés dans le modèle d'investissement directe sont remédié à travers la seconde modèle. Les sites employant l'intermédiation des investissements ou prise de participation et ainsi le regroupement des investisseurs à travers une structure *ad hoc* (une société holding) en France sont parmi d'autres : « Wiseed » et « financeutile »⁶⁶. Le meilleur moyen d'illustrer ce modèle de financement sera de se référer à un modèle de réussite dans la pratique. Un portail d'investissement française est le premier à réussir un sortie d'investisseur de la foule par un rachat des titres des investisseur de la foule avec un plus value de 44%⁶⁷. Le modèle de WiSeed est en soi un modèle fort innovant pour plusieurs raisons :

- WiSeed intègre le concept de la sagesse des foules dans les différentes étapes de choix et de qualifications des projets
- WiSeed emploi le mécanisme d'encadrement d'investissement par la constitution d'une société holding
- WiSeed avait réussi à initier le premier pas vers l'intégration de *equity crowdfunding* dans le financement des sociétés *start-up* innovant et créer une forme de coopération entre les investisseur non-accrédité / non-professionnelle (la foule) et les investisseurs accrédité (*angel investors*) par une partage des risques d'investissements d'amorçage.

[77] Le modèle d'intervention de WiSEED passe par la création d'un holding pour une participation dans la société cible⁶⁸. La raison pour laquelle la formation d'une société Holding s'avère nécessaire réside dans le coût de maintenir une relation continu entre les entrepreneurs et la multitude d'investisseurs de la foule. L'entreprise fera mieux de concentrer ses efforts sur le développement de ses activités. Par le biais du véhicule d'investissement (*holding*), les investisseurs n'auront qu'un seul représentant au sein des organes

⁶⁶ *Op cit*

⁶⁷ FasterCures. Mars 2013. Fixes in Financing : Novel R&D Funding Models : Anatabio and WiSeed

⁶⁸ Wiseed capital risque 2.0. Guide des entrepreneurs 2013-2014. P. 3

de gouvernance de l'entreprise simplifiant ainsi les relations entre les investisseurs et les gestionnaires d'entreprise. WiSEED choisi la forme d'une société par actions simplifiés (SAS) pour chaque prise de participation. La collecte minimum est de 50 000€. WiSEED place une personne représentant la collectivité des associés dans un organe de gouvernance.

[78] Il y a plusieurs étapes jusqu'à la levée des fonds :

1. La revue de sélection
2. L'E-vote
3. La Due Diligence
4. La campagne de levée de fonds
5. Constitution d'un pacte d'actionnaires
6. Le Suivi (*reporting*)

[79] L'étape E-vote est une des étapes innovatif adoptées par WiSEED. Elle représente le cœur du concept de *crowdfunding* : la sagesse des foules. Cette étape permet de tester l'étendue du réseau nécessaire à la dernière phase de collecte de fond. Le critère minimum d'acceptation pour cette étape est le vote de plus de 100 investisseurs potentiels dont 20% sont des investisseurs connus sur la plateforme de WiSEED.

[80] En se référant à l'élaboration précédente, l'E-vote permet aux investisseurs de porter leur qualification sur le projet. Il est intéressant que WiSeed implémente l'architecture du crowdfunding toujours en attente de règles d'application du SEC aux États-Unis notamment les pré-réquisits d'une chaîne d'échange d'information dans le but d'engager la « sagesse des foules ».

[81] En tirant un parallélisme entre les étapes de financement du capital-risque classique et les étapes de financement de WiSEED, il est possible de distinguer plusieurs points :

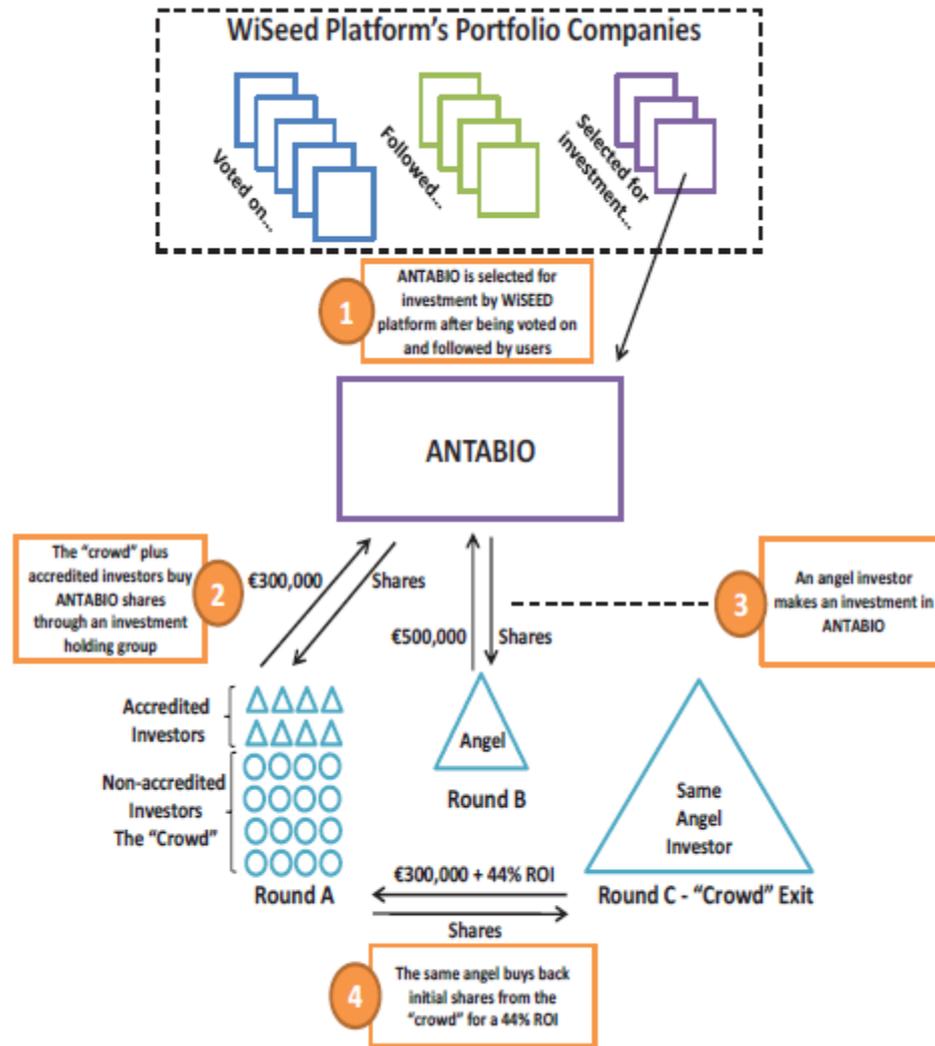
- Premièrement, les étapes de financement de WiSEED sont en effet les étapes existant dans le financement classique des capitaux risques avec quelque adaptation au mode de financement participatif.
- Le rôle du due diligence a été amplifié par la participation de la foule à travers l'E-vote permettant ainsi de se défaire de la « *bounded rationality* » qui puisse influencer les capital risqueurs professionnelles à l'étape de sélection primaire.
- La sortie des investisseurs et la liquidité sont les deux points fondamentaux dans l'industrie du capital risque. WiSEED projette une sortie d'entre 3-8 ans avec des clauses statutaires tournés vers la liquidité dans le pacte d'actionnaires. Les possibles scénarios de sorties et de source de liquidité proposé par WiSEED sont *inter alia* :
 - (i) Le rachat par les fondateurs des parts de la foule
 - (ii) Une fraction du résultat distribuable annuellement à partir de la troisième année
 - (iii) Une cession au management des parts de la foule

[82] En pratique, WiSEED avait réussi une campagne de levée de fond pour la société Antabio jusqu'à la sortie des investisseurs de la foule. Antabio est une société biopharmaceutique ayant levée des fonds à travers la méthode de *equity crowdfunding*. Cette entreprise avait mené des recherches sur les maladies causées par des bactéries résistant aux médicaments. Les programmes de recherches sont couramment tourné vers le développement des enzymes métallo beta-lactames et des antivirales. Dans le but de comblé les précarités de financement, l'entreprise s'est tourné vers le finance participatif et avait proposé leur *business plan* à la plateforme de WiSeed. Après avoir reçu des votes suffisant pour procéder à la phase de la campagne de financement, l'entreprise avait réussi à obtenir 300.000 € en financement de 207 investisseurs parmi lesquelles 50 sont des investisseurs professionnelles (*accredited investors*). En 2011, un des investisseur professionnelle s'est réinvesti un montant de 500 000 € à la fin de 2011 et en Juin 2012, ce dernier avait racheté les parts détenus par les investisseurs *crowdfunder* pour un retour sur investissements (*return on investment / ROI*) de 44%.

[83] L'exemple du cas d'Antabio permet d'illustrer la véritable implémentation d' « *equity crowdfunding* ». Premièrement, WiSeed permet une participation active de la communauté des investisseurs non-professionnelle dans l'étape de préfinancement notamment dans la qualification du *business plan* par le biais du processus d'E-vote. En seconde, la coopération entre la foule non-professionnelle et les investisseurs professionnels est reflété dans le procès de *due diligence* additionnelle par les investisseurs professionnels avant le commencement de la phase de financement d'amorçage (*seeding*). La finalisation de la phase de crédit d'amorçage (*seeding*) permet toujours aux investisseurs professionnels de porter des investissements secondaires. Au final, les *angel investors* pourront racheter les parts des *crowdfunder*. Cette structuration permet de tirer profit de l'expertise des investisseurs dans le conduit de *due diligence* tout en partageant la risque de la phase d'amorçage avec la foule. La participation de la foule dans la qualification de *business plan* permet de corriger les lacunes de jugement des investisseurs professionnelles causé par le *bounded rationality* tandis que l'expertise financier des investisseurs professionnels assure le bien porté de l'opération de l'entreprise.

[84] Le schéma d'investissement de la sélection des investisseurs jusqu'à le sortie des investisseurs est le suivant⁶⁹ :

⁶⁹ FasterCures. Mars 2013. Fixes in Financing : Novel R&D Funding Models : Anatabio and WiSeed



[85] La structure d'investissement construit dans le cadre de recapitalisation d'Antabio est une application directe du concept de « *equity crowdfunding* » idéal. Elle est fondée sur la synergie entre le concept de capital risque classique avec « la sagesse de la foule ». Par cela, il est possible de déduire que le cadre de financement des *start-up* innovant devrait favoriser une modèle similaire. En dépit des progrès significatif fait par le gouvernement français dans son projet d'ordonnance, certaine amélioration Il faudra avant cela abordé l'état actuel du cadre règlementaire encadrant l'industrie d'*equity crowdfunding* dans deux pays principale : les Etats-Unis et la France.

DEUXIÈME PARTIE. – EQUITY CROWDFUNDING : CADRE RÉGLEMENTAIRE PRÉSENT ET APPORT DE LA THÉORIE DES CONTRATS INCOMPLETS

Chapitre I. - *Equity Crowdfunding* et cadre réglementaire

Section 1. Historique et développement récent aux États-Unis

[86] Le JOBS Act est la toute première législation qui intègre le mode de financement de la finance participative dans le droit financier sans pour autant le définir de façon expresse. L'approche d'encadrement du JOBS Act passe par une déduction de la nouvelle exemption créée aux articles 4 (a) (6) et 4A du Securities Act de 1933. En conséquence, le *crowd-funding* se relève donc d'une exemption aux interdictions prévues à l'article 5 autant qu'il correspond à conditions énumérées par l'article 4 (a) (6) précité. Ces offres peuvent par la suite faire l'objet d'une émission et d'une communication publique sans devoir être enregistrées auprès de la SEC ni d'être accompagnées d'un prospectus. Il existe toutefois des conditions strictes imposées par les articles (4) & (6) et 4A du Securities Act de 1933 au niveau du montant total de l'offre permit (au maximum 1.000.000 \$) et au niveau du montant autorisé pour l'investisseur par rapport à ses revenus. Pour ce dernier, l'investisseur avec des revenus annuels ou une valeur de patrimoine inférieure à 100.000 \$ peut investir au maximum soit 2.000 \$ ou 5 % de ses revenus annuels de sa valeur patrimoine. Pour les investisseurs avec des revenus annuels ou un patrimoine égal ou supérieur à 100.000 \$, un plafond de 10% des revenus annuels ou de la valeur patrimoine égal. Une critique puisse être posé à l'égard de ces critères, tel qu'un grand risque de fraude et de manipulation sans omettre l'atteint au respect de la vie privée dès lors une déclaration de l'état de patrimoine et de la valeur des revenus devraient être faite.

[87] Un point particulier apparaît concernant les obligations imposé à l'égard de l'émetteur. Lorsque celui-ci entend bénéficier de l'exemption du *crowd-funding*, il pourra s'adresser à un courtier ou un portail internet agréé. Par contre, certaines conditions particulières devront être satisfaites tel que l'interdiction d'offrir des recommandations, des conseils, ou de faire une sollicitation d'achat des « Securities ». Le courtier ou le portail sera aussi défendu de exercer une gestion des « Securities » et les fonds d'investissements. Les interdictions précitées pourront être considérées comme le côté passif du rôle des plateformes. En revanche, il existe des prohibitions assorties à l'obligation imposée à caractère actif. Les plateformes ont une obligation d'informer les investisseurs et de s'assurer que l'émetteur n'aura accès aux fonds investis qu'une fois l'objectif de financement atteint – en accordance avec le principe de *threshold* - et dans le cas échéant que les fonds seront restitués aux investisseurs. D'autres obligations d'une rigidité significative existent pour le *reporting* au SEC au sujet de la situation financière, du contenu de l'offre et des objectifs. En plus de celles là, il existe encore d'autres obligations en forme d'interdiction d'exercer tout acte de nature publicitaire autre que l'envoi vers le courtier ou le portail internet, l'obligation de s'abstenir d'avoir recours à un tiers pour des publicitaires en utilisant des moyens de communications fournis par le courtier ou le portail sans mention de l'existence de rémunération.

[88] Pour ce qui concerne les investisseurs, un droit spécifique est reconnu à l'égard de l'émetteur dans le cas d'une communication d'offre inexacte, ayant des contenus d'omission ou de nature susceptible de tromper les investisseurs. Par rapport aux « Securities », une interdiction de revente pendant un délai d'un an est imposée sous réserve du rachat par certaines personnes aux statuts déterminés. Enfin, le JOBS Act modifie en générale les conditions que doivent respecter les émetteurs qui procèdent à des offres publiques ou privées en général.

[89] Pour mieux comprendre les différentes modifications apportées par le JOBS Act introduisant le « *equity crowdfunding* » par diverse exemptions, ci-dessous une liste des articles de JOBS Act et les modifications apportée :

Articles de loi	Description
Insertion de l'article 4 (a) (6) Securities Act 1933 par l'article 302 (a) du JOBS Act	Création d'une exemption spécifique pour les opérations de <i>crowdfunding</i>
Insertion de l'article 4A dans le Securities Act de 1933 par l'article 302 (b) du JOBS Act	Les conditions à satisfaire pour bénéficier de l'exemption de <i>crowdfunding</i>
Article 4A (a) Securities Act de 1933	Obligation aux portails de s'enregistrer auprès de la SEC
Article 4A (b) du Securities Act de 1933	Obligations à la charge des émetteurs
Article 4A (c) du Securities Act de 1933	Droit de recours réservés aux investisseurs dans le cas d'une fausse déclaration ou une omission d'une information légalement requise dans le cadre d'une opération de <i>crowdfunding</i> exemptée en application de l'article 4 (a) (6) du Securities Act de 1933
Article 4A (e) du Securities Act de 1933	Limitation du droit de revendre les « Securities » acquissent dans le cadre d'une opération de <i>crowdfunding</i> exemptée en application de l'article 4 (a) (6) du Securities Act de 1933
Insertion de l'article 3 (h) dans le Securities Exchange Act 1934 par l'article 304 (a) du JOBS Act	Exemption aux portails de s'enregistrer en tant que imposé par l'article 15 (a) (1) du Securities Exchange Act de 1934
Insertion de l'article 3 (a) (80) du Securities Exchange Act 1934	Définition des portails et plateformes internet destinée à lever des fonds
Article 305 du JOBS Act	Régie les relations entre les dispositions du droit financier fédérale contenus dans le JOBS Act et les dispositions du droit financier étatique

Article 305 (b) du JOBS Act	Pouvoir des états d'enquêter et d'agir à l'égard d'émetteurs, de portails et de courtiers ou toute autre personne qui ferait usage de l'exemption prévue de l'article 4 (a) (6) en matière de crowdfunding d'une manière frauduleuse et illicite
Article 201 (a) (1) du JOBS Act	Impose à la SEC de modifier la règle 506 dans un délai de 90 jours à dater de l'adoption du JOBS Act afin de déroger l'application de l'interdiction de la sollicitation et de la publicité prévue par la règle 502 (c) aux offres et aux ventes de « securities » faites conformément à la règle 506 pour autant que tous les investisseurs avisés (« <i>accredited investors</i> »)
Article 4 (b) nouveau du Securities Act de 1933	Les offres et les ventes constituant une exemption en vertu de l'article 230.506 du titre 17 du CFR tel que révisé par le JOBS Act ne sont pas considéré comme étant des offres publiques en raison de sollicitations ou de publicités générales
Introduction des articles 501 et 601 des titres V et VI du JOBS Act modifiant l'article 12 (g) (1) du Securities Exchange Act de 1934	Augmentation du seuil auparavant fixé à 500 actionnaire en a) 2000 actionnaires pour tous les émetteurs à l'exception des établissements de crédit ; b) 500 pour les investisseurs avisés et c) 2000 pour les établissements de crédits

Introduction du concept de Emerging Growth Companies ou Société en pleine développement dans l'article 2 (a) (19) du Securities Act de 1933 et l'article 3 (a) (80) du Securities and Exchange Act de 1934 par le biais de l'article 101 (a) et (b) du titre I du JOBS Act.	Création du concept de « Emerging Growth Companies » / EGC visant les émetteur dont le chiffre d'affaires total annuel brut était inférieure à 1.000.000.000 (un milliard de dollars) au cours du dernier exercice fiscal complet.
Article 105 (a) du JOBS Act complétant la définition de notion d'offre contenue à l'article 2 (a) (3) du Securities Act de 1933	Modification en matière d'intermédiation pour les offres publiques effectuées par une « <i>Emerging Growth Company</i> »

Section 2. Historique et développement récent en France

[90] En France, un cadre juridique est en cours de préparation prenant en compte les soucis de sécurité des investissements et l'allégement juridique nécessaire pour l'opération du *crowd-funding*. Un projet de loi dite de la simplification et de sécurisation de la vie des entreprises a été présenté le mercredi 4 septembre 2013 en conseil des ministres permettant un cadre réglementaire plus assouplis adéquate au financement participatif. Dans l'état actuel, il n'existe point de encadrement législatif uniformisé s'appliquant en particulier au type de financement de *crowd-funding*. Tenu compte l'existence de cinq différents model de financement participatives, chaque différent plateforme dispose de ses propres modes de fonctionnement. En conséquence, différentes règles du droit positif en forme de textes législatives couvre les diverse aspects et les conséquences juridique propres. Un exemple illustratif, un financement avec contrepartie puisse être considéré juridiquement comme étant un « acte de vente » dans le droit français en fonction de la valeur de la contrepartie. L'emploi du droit commun par

extension à la finance participative est clairement inadapté à l'objet de *crowd-funding* consistant à financer des projets en accumulant une multitude de petites sommes apportées par des particuliers. Le projet de loi français de la simplification et de sécurisation de la vie des entreprises permet d'apporter de mesures d'assouplissement notamment pour le mode de finance participatif du financement participatif en capital (financement avec souscription de titres). Ce dernier mode de financement ouvre l'accès au capital des *startups* pour les investisseurs particuliers. Le caractère financièrement technique des investissements malgré une somme plus modeste incite les législateurs à consacrer à la création d'un nouveau statut de conseiller en investissement financier (CIF) dédié au financement participatif.⁷⁰ Cela dispensera les contributeurs à demander certains agréments très coûteux nécessaires dans le cadre des prestations de services financiers.

[91] Dans le même esprit, le gouvernement envisage de modifier le régime des offres au public de titres financiers. Ce régime actuel, permettant les levées de fonds en capital, étant considéré comme exigeant des formalités trop contraignantes dans le cadre du *crowd-funding*. Les exemptions à ce régime devraient donc être adaptées pour favoriser le développement du financement participatif. Enfin, pour les sites de *crowd-funding* en prêt, c'est-à-dire avec lesquels les particuliers peuvent prêter de l'argent pour financer un projet, le gouvernement prévoit d'étendre les exceptions au monopole bancaire.

[92] Jusqu'à présent, seule une guide de l'AMF sert comme une précision portant sur le cadre réglementaire actuellement en vigueur envers le financement participative en attendant la sorti d'une ordonnance. Une analyse du Guide de l'AMF sur la finance participative permette de déduire que sous le régime réglementaire actuel, l'industrie de financement participative en générale rencontre la même imposition réglementaire au niveau de la nécessité d'obtention d'un agrément que les acteurs de financement conventionnelle.⁷¹ Malgré cela,

⁷⁰ Article 1 Point 3 a) du Loi no. 2014-1 du 2 Janvier 2014 habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises.

⁷¹ Autorité des Marchés Financiers et Autorité de Contrôle Prudentiel. Guide du Financement Participatif (*crowdfunding*) à Destination des Plates-formes et des Porteurs de Projet. 1^{er} Mai 2013

l'AMF et le ACPR en vertu d'une *lex feranda* annoncé par le ministre déléguée chargé des PME's Fleur de Pellerin en forme d'ordonnance décide d'alléger la surveillance sur les pré-réquisits réglementaire en forme d'agrément que normalement devrait être doté les différentes plateformes de *crowd-funding* en France.

[93] Le guide AMF publié le 14 Mai 2013 classe l' « *equity crowd-funding* » sous le titre « Les plates-formes de *crowd-funding* permettant le financement d'un projet entrepreneurial via la souscription de titres ». Le guide divise le « *equity crowdfunding* » en deux parties principales : (i) La fourniture de services d'investissement et (ii) l'offre au public de titres financiers. Le schéma du guide d'AMF dans la première partie divise l'approche aux différents aspects de « *equity crowdfunding* » par rapport aux (i) type de service et (ii) le statut de prestataire habilité à fournir les services d'investissements. Dans la seconde partie, le guide aborde l'entrée des activités des plateformes dans le champ de l'offre au public des titres financiers. Dans cette seconde partie, deux activités sont mises sous lumière : (a) l'offre au public ; (b) le démarchage financier.

[94] Les plateformes de *crowdfunding* sont considérées comme étant des intermédiaires porteurs de projet en recherche de financement et investisseurs. Pour cela, les plates-formes sont considérées comme fournisseur d'un ou plusieurs services d'investissement portant sur des instruments financiers. Il en découle qu'un agrément en tant que prestataire de services d'investissement devient nécessaire. Elles peuvent aussi être mandatées en tant qu'agent lié par un PSI. Si les plateformes fournissent un conseil en investissement financier alors le statut de conseiller en investissement financier (CIF) est obligatoire.

[95] Pour ce qui concerne le conseil en investissement, le guide se réfère au 5 de l'article D. 321-1 du Code monétaire et financier définissant le service comme étant « le fait de fournir des recommandations personnalisées à un tiers, soit à sa demande, soit à la demande de l'entreprise qui fournit le conseil, concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers ».

[96] Les plateformes peuvent entrer dans le champ de certains services d'investissements *inter alia* :

1. Placement non garanti
2. La réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers (RTO)
3. L'exécution d'ordres pour le compte de tiers
4. exploitation d'un système multilatéral de négociation (SMN)
5. Le conseil en investissement

[97] Le placement non garanti est défini à l'article 321-1 point 7 comme étant « le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers sans lui garantir un montant de souscription ou d'acquisition ».

Deux éléments reflètent cette activité :

- l'existence d'un service rendu à un émetteur ou cédant d'instruments financiers
- la recherche, qu'elle soit directe ou indirecte, de souscripteurs ou d'acquéreurs.

[98] La réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers (RTO) est défini aux termes de l'article D.321-1 point 1 du code monétaire et financier comme étant « le fait de recevoir et de transmettre à un PSI ou à une entité relevant d'un État non membre de la Communauté européenne et non partie à l'accord sur l'Espace économique européen et ayant un statut équivalent, pour le compte d'un tiers, des ordres portant sur des instruments financiers ». Le guide illustre par un exemple d'une plate-forme qui recevrait des ordres de souscription de la part des internautes afin qu'elle les transmette à un PSI chargé de leur centralisation.

[99] L'exécution d'ordres pour le compte de tiers est défini à l'article D. 321-1 point 2 du code monétaire et financier comme étant : « le fait de conclure des accords d'achat ou de vente portant sur un ou plusieurs instruments financiers, pour le compte d'un tiers». Ainsi toute plate-forme de *crowd-funding* concluant de tels accords pour le compte de l'investisseur fournirait ce service.

[100] Dès lors, le guide précise que les dispositifs de protection de l'investisseur découlant de la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers (MIF), notamment l'obligation pour l'intermédiaire d'évaluer le caractère approprié de l'investissement ou du service, sont applicables.

[101] L'exploitation d'un système multilatéral de négociation est aussi considérée par le guide. Pour le guide, il s'agit d' «un système qui, sans avoir la qualité de marché réglementé, assure la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des instruments financiers, de manière à conclure des transactions sur ces instruments. »

[102] Le système multilatéral de négociation organise la conclusion de transactions. Les obligations en matière de transparence et du dénouement efficace des transactions s'imposent alors aux plateformes entrant dans le champ de définition.

[103] Le conseil en investissement est défini à l'article D. 321-1 point 5 du code monétaire et financier comme étant « le fait de fournir des recommandations personnalisées à un tiers, soit à sa demande, soit à la demande de l'entreprise qui fournit le conseil, concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers».

[104] Le guide donne un exemple d'une plate-forme qui fournirait des opinions ou jugements de valeur sur un projet entrepreneurial présenté comme adapté à l'investisseur, sous une forme explicite ou implicite, du type « ce serait le meilleur choix pour vous » tomberait dans le champ du conseil en investissement.

[105] Selon le guide, les règles protectrices pour l'investisseur, tel que le test d'adéquation obligeant le prestataire de services d'investissement à ne conseiller un investissement qu'après s'être assuré qu'il correspondait effectivement aux besoins, objectifs, connaissances ou expérience et situation financière du client s'appliquerait aux plateformes exerçant le service de conseil en investissement.

[106] La seconde partie approche le problème d'un point de vue des prestataires habilités à fournir des services d'investissement notamment en relation avec la nécessité d'un agrément en qualité de PSI ou une habilitation en tant qu'agent lié ou conseiller en investissement financiers dans le cas où les plateformes fournissent les services à titre de profession habituelle.

[107] Au statut de prestataire de service d'investissement s'applique les articles L. 531-1 et L. 531-10 du code monétaire et financier statuant que la fourniture à titre de profession habituelle de services d'investissement mentionnés à l'article L. 321-1 est réservée aux prestataires de services d'investissement (établissements de crédit et entreprises d'investissement) habilités à intervenir en France. Il en résulte que l'obtention d'un agrément d'entreprise d'investissement (ou d'établissement de crédit prestataire de services d'investissement) délivré par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), ou la réalisation des formalités du passeport européen pour une entreprise d'investissement (ou un établissement de crédit) agréé dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen se révéleraient nécessaire.

[108] Dès lors des réglementations sur un capital minimum imposé sur ces statuts s'appliquent. L'obtention de l'agrément d'entreprise d'investissement est subordonnée à la constitution d'un capital minimum (article 3ter du règlement du CRBF n° 96-15), fixé à :

- 125 000 euros (ou 50 000 euros lorsque le prestataire ne détient pas de fonds appartenant à la clientèle) pour les services de RTO, d'exécution d'ordres pour le compte de tiers et de conseil en investissement,

- 730 000 euros pour les services de placement non garanti et d'exploitation d'un SMN.

[109] En plus, l'ACP vérifie à l'aide du dossier-type de demande d'agrément que les conditions fixées à l'article L. 532-2 sont remplies.

[110] Les règles s'afférant à ces statuts sont assorties par des sanctions pénales en cas de non-respect. L'article L. 573-1 du code monétaire et financier prévoit qu'est puni de trois ans d'emprisonnement et de 375 000 euros d'amende le fait, pour toute personne physique, de fournir des services d'investissement à des tiers à titre de profession habituelle sans y avoir été autorisée dans les conditions prévues à l'article L. 532-1 ou sans figurer au nombre des personnes mentionnées à l'article L. 531-2.

[111] Le statut d'agent lié est défini à l'article L. 545-1 du précité. Il permet de fournir les services de RTO, de conseil en investissement et de placement non garanti dans les conditions des articles L. 545-1 et suivants, mais l'agent lié doit agir en vertu d'un mandat exclusif d'un prestataire de services d'investissement.

[112] Enfin il y a le statut de conseiller en investissements financiers (CIF) qui puisse être fournit par le CIF. L'article L. 541-1 du code monétaire et financier définit :

«Les conseillers en investissements financiers comme étant les personnes exerçant à titre de profession habituelle les activités suivantes :

1. Le conseil en investissement mentionné au 5 de l'article L. 321-1 ;
2. Le conseil portant sur la fourniture de services d'investissement mentionnés à l'article L. 321-1 ;
3. Le conseil portant sur la réalisation d'opérations sur biens divers définis à l'article L. 550-1. »

[113] Le guide spécifie par la suite que le CIF peut également fournir le service de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers portant sur des parts ou actions d'organismes de placement collectif (OPC) ayant fait l'objet

d'une prestation de conseil. Il ne peut rendre aucun autre service d'investissement, tel que le service de placement non garanti ou la réception-transmission d'ordres ne portant pas sur les OPC conseillés.

[114] Dans la deuxième partie du guide, l'AMF considère le cas des collectes de fonds par les plateformes de *crowdfunding* pouvant tomber dans le champ d'une offre au public de titres financiers et susceptible d'être soumis à la réglementation s'y rapportant. Celle-ci concerne les titres émis par des sociétés par actions.

[115] L'offre au public de titres financiers est définie à travers l'article L. 411-1 du code monétaire et comme étant « constituée par l'une des opérations suivantes :

- 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 les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers ;
- un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers. »

[116] Dès lors que l'une des opérations est caractérisée- ce qui suppose notamment la commercialisation de produits entrant dans la définition des titres financiers - les opérations de *crowd-funding* sont susceptibles de tomber dans le champ de l'offre au public de titres financiers et de se voir appliquer la réglementation qui en découle, notamment, la publication d'un prospectus soumis au visa préalable de l'AMF.

[117] Il s'agit d'une lourde limitation juridique imposant des coûts complémentaires dans la rédaction du prospectus et rendant ainsi la collecte de fonds par le mécanisme de *crowd-funding* moins attractive. Pourtant dans le système actuel, il existe un possible d'exception. Le guide de l'AMF remarque que le *crowdfunding* est principalement caractérisé par des opérations de levée de fonds de faibles montants auprès d'un large public. Dans certains cas, il peut bénéficier des exemptions à l'obligation de rédiger un prospectus notamment si :

- le montant total de l'offre, calculé sur une période de 12 mois, est inférieur à 100 000 euros

- le montant total de l'offre, calculé sur une période de 12 mois, est compris entre 100 000 euros et 5 000 000 euros et représente moins de 50 % du capital de l'émetteur

- l'offre consiste en un placement privé. Il en est ainsi lorsque :

a. l'offre s'adresse exclusivement à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre

b. ou l'offre ne concerne qu'un cercle restreint d'investisseurs, en d'autres termes, le nombre de personnes en France à qui l'offre s'adresse – autres que des investisseurs qualifiés- doit être de 150 maximums.

[118] Le guide spécifie que s'agissant de sites Internet destinés au public, la dérogation applicable au placement privé sera inopérante à moins de justifier que seules 150 personnes maximum ont eu accès à l'offre au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier.

[119] Le guide procure à titre d'exemple, un émetteur au capital de 200 000 euros et qui proposerait la souscription de nouvelles actions pour un montant total de 140 000 euros ne bénéficierait pas de l'exemption et devrait rédiger un prospectus conforme au règlement général de l'AMF et obtenir un visa avant la commercialisation des actions.

[120] Le guide précise que le fait de bénéficier d'une exemption au titre de l'offre au public n'emporte pas une dérogation au titre des autres activités citées dans ce communiqué.

[121] Résultat subséquent de l'offre au public de titres financiers est l'activité de démarchage financier. L'offre au public de titres financiers peut s'accompagner d'une activité de démarchage.

[122] Il faudra se rappeler que seuls les titres financiers ayant fait l'objet d'un prospectus visé par l'AMF peuvent être commercialisés par voie de

démarchage. Le démarchage financier se caractérise « par toute prise de contact non sollicitée, par quelque moyen que ce soit, avec une personne physique ou une personne morale déterminée, en vue d'obtenir, de sa part, un accord sur :

1° La réalisation par une des personnes mentionnées au 1° de l'article L. 341-3 d'une opération sur un des instruments financiers (...) ».

[122] Cette activité de démarchage suppose une sollicitation c'est-à-dire une démarche proactive vers une personne dans l'objectif d'obtenir son accord pour lui faire souscrire des titres financiers. Dès lors, des règles de bonne conduite s'appliquent au démarcheur, notamment, obligation de s'enquérir de la situation financière de la personne démarchée, de son expérience et de ses objectifs en matière de placement ou de financement, de l'informer de manière claire et compréhensible.

[123] Le guide précise par enfin que certains produits ne peuvent pas faire l'objet de démarchage, notamment ceux dont le risque maximum n'est pas connu au moment de la souscription ainsi que les titres qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé - ou un marché étranger reconnu - à l'exception des titres offerts au public après établissement d'un prospectus visé par l'AMF

[124] On témoigne par l'élaboration précitée du guide de l'AMF que l'activité d' *equity crowdfunding* sous la réglementation actuelle se retrouve fortement limité. L'esprit de le *equity crowdfunding* repose en effet sur un coût plus léger dans le collecte de fonds par rapport à d'autres moyens de financement notamment le prêt bancaire ou l'offre des titres financiers au publique dans le cadre conventionnelle. Le montant fixé actuellement à 100.000 d'euros pour pouvoir bénéficier de l'exemption à l'obligation de publication d'un prospectus annule l'attractivité de la collecte de fond par ce moyen. L'intérêt d'un support apporté à l'*equity crowdfunding* réside dans la nature de ce financement. Il existe une « *equity gqp* » au stade de l'amorçage d'une *start-up innovative*. La somme requise à ce niveau dépasse le montant pouvant être offerte par le prêt aux proches et famille des entrepreneurs tout en étant trop faible pour les capital risqueurs.

Ainsi, le nouveau modèle du capital risque 2.0 marqué par le *equity crowdfunding* permet de remplir cette vide financier. Un montant entre 1.000.000 € jusqu'à 5.000.000 € serait nécessaire pour que le *equity crowdfunding* puisse remplir cette rôle dans le financement initiale des *start-up* innovatrice.

[125] Heureusement un série de réformes sont en cours de formulation et entra en vigueur dans les jours à venir. La France a promulgué la loi no. 2014-1 du 2 Janvier 2014 habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises. Par le biais de l'article 1, le gouvernement français s'est engagé de prendre par voie d'ordonnance des mesures favorisant le développement du financement participatif. L'article 1 point 3 spécifie trois points concernant la finance participative *inter alia* :

- a. La création d'un statut de conseiller en investissement propre au financement participatif
- b. L'adaptation au financement participatif le régime et le périmètre des offres au public de titres financiers par les sociétés qui en bénéficient et en modifiant le régime de ces sociétés en conséquence ;
- c. Etendre au financement participatif les exceptions a l'interdiction en matière d'opérations de crédit prévue a l'article L. 511-5 du code monétaire et Ordonnance

[126] Un projet d'ordonnance relative au financement participative était en voie de formulation au moment de la rédaction de cette mémoire. Le projet de l'ordonnance couvre divers types du financement participatif mais seules les règles concernant le « *equity crowdfunding* » seront abordées. Le projet d'ordonnance a été prévu d'entrer en vigueur le 1^{er} Juillet 2014.

[127] Les réformes introduites relative au financement participatif avec souscription de titres (*equity crowdfunding*) sont *inter alia*⁷² :

⁷² Ministère de l'économie et des finances. Projet d'ordonnance relative au financement participatif. NOR: EFIXI4O6454RJRose-1

- a. La création de deux statut relative au financement participative⁷³ : celui de Conseiller en investissement participatif (CIP) pour les plateformes qui commercialisent des actions ou obligations de sociétés non cotées (SAS inclus) et le statut d'Intermédiaire en Financement Participatif (IFP) pour celles qui ne proposent que le service de prêts (rémunérés ou non) ou de dons. Celles qui ne proposent que le service de don ne sont pas obligées de prendre le statut d'IFP. Les nouveaux statuts mentionnée seront strictement encadrés et régulée au point d'être assorti de sanctions pénales pour l'exercice des activités concernés hors des statuts. Les deux intermédiaires (CIP et IFP) auront l'obligation de s'enregistrer à l'ORIAS (le registre nation des intermédiaires dans le secteur financier). De plus, les deux intermédiaires seront soumis à des règles de transparence et de bonne conduite. D'un point de vue régulateur, la France avait a opté pour un système moins rigide que d'habitude. La responsabilité a été confiée aux plateformes en leur incombant des obligations de transparence d'information plutôt que d'imposer des prescriptions obligatoires. Le gouvernement français se montre hautement accommodant dans le support du financement participatif notamment vu par rapport aux exigences visé aux activités de conseiller en investissement participatif. Il y a une absence de fonds propres minimum prédéterminé mais seulement des « moyens dédiés suffisants » et des « compétence professionnelle » spécifiques. Ils sont toujours soumis à l'autorité de l'AMF tel que par rapport aux règles relatives au démarchage bancaire et les règles relatives à la lutte contre le blanchiment et le financement des activités terroristes. En plus de cela, il y a une obligation d'adhésion à une association professionnelle.
- b. Le projet d'ordonnance adapte le régime et le périmètre des offres au publique de titre financier par rapport au cadre du financement participatif⁷⁴. Une exemption important portant sur la publication d'un prospectus exempté pour les offres de titres financiers réalisées par l'intermédiaire de plateformes de financement participatif. La réglementation européen sur le prospectus (Directive prospectus) fixe une

⁷³ Chapitre 1^{er} Article 1 – 11 Projet d'ordonnance relative au financement participatif

⁷⁴ Chapitre II Article 12 – 16 Projet d'ordonnance relative au financement participatif

limite maximum de 5 000 000 € d'euros pour qu'un état puisse exempter certains offres de titres aux obligations de rédiger un prospectus et d'être considéré comme une « offre au public. »⁷⁵. Pour ce qui concerne la France, le projet d'ordonnance se réfère à un décret fixant un seuil d'une montant de 1 000 000 € en deçà duquel l'opération ne constitue pas une offre au publique au sens de la réglementation européenne. Un respect d'une obligation d'information des plateformes par rapport aux investisseurs existe par le biais du plateforme sur leur site internet.

- c. Le projet d'ordonnance étend aux SAS l'exemption au régime du prospectus. Malgré cette réponse positive aux attentes des professionnelles certains exigences statutaires sont imposé notamment ce qui concerne : les droits de vote, la répartition des compétences, le quorum et de majorité des assemblées générales ordinaires et extraordinaires, les règles d'organisation d'assemblées générales et l'obligation de désigner un commissaire aux comptes⁷⁶ pour les SAS ayant recours au *crowd-funding*. Cette obligation a été formulée aux regards du caractère contractuel du SAS permettant une rédaction à la carte des statuts. Pourtant certains experts pensent que cette obligation aurait été mieux avec la désignation d'un expert comptable.

[128] En dépit de précarités réglementaire entourant l'infrastructure juridique de la finance participative, la France était parmi les premiers pays à réussir une stratégie de sortie (*exit strategy*) des investisseurs de *equity crowdfunding* dans le financement d'une start-up biopharmaceutique, Antabio financé à travers le portail de equity crowdfunding « <http://wiseed.com> » ayant siège statutaire en France.

[129] Cette réussite constitue une première avancée dans l'introduction de la finance participative dans le financement des entreprises non-côtés. La démocratisation du modèle de financement et le déplacement de centre de gravité

⁷⁵ Article 1 point 1 Directive 2010/73/UE du Parlement Européen et du conseil du 24 novembre 2010 modifiant le Directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au publique de valeur mobilières

⁷⁶ Article 15 et 16 Projet d'ordonnance relative au financement participatif

des financements à venir par l'avènement de la finance participative représente ainsi un thème d'actualité pour le monde de finance et bancaire⁷⁷. L'intégration du finance participative par souscription de titres dans la modèle de financement classique des entreprise par les capital risqueurs tel que dans le financement du start-up Antabio permet de diversifier les risques tout en ouvrant au grand publique non-professionnelle la possibilité d'investir un montant modeste tout en profitant de l'avis des professionnelle du capital risque. Cela étant donné, diverses régulations financière non-adapté à ce forme de financement innovatrice puisse constituer une barrière au future développement de ce modèle de financement alternative.

[130] Depuis la publication du projet d'ordonnance le gouvernement français avait tenu sa promesse et publie enfin l'ordonnance concernant le financement participatif. Le 31 Mai 2014, l'ordonnance numéro 2014-559 du 30 Mai 2014 relative au financement participatif a été publiée au Journal Officiel de La République Française No. 0125 page 9075 texte no. 14. Les articles de l'ordonnance établissent un cadre propre au fonctionnement de l'industrie de la finance participative en France. Les pluparts sont en ligne avec les propositions faite par le pmefinance.org et d'autres organisations regroupent les acteurs de l'industrie de la finance participative et ainsi que le projet d'ordonnance auparavant cité.

[131] Une Panorama des réformes nouvelles introduites dans l'écosystème financière français par l'ordonnance puissent être résumé par les articles énumérés ci-dessus. Une réglementation plus spécifique et technique de certains aspects sera intégrée prochainement par voie de modification au règlement général de l'AMF. La réforme faite au cadre règlementaire actuelle porte sur deux types de plateforme de financement participatif⁷⁸ :

- Les plateformes proposant des titres aux investisseurs sur un site internet. Celles-ci exerceront leur activité sous le statut de « conseillers en investissements participatifs »

⁷⁸ Recueil Dalloz du 12 Juin 2014 hebdomadaire 190^e année no. 21 / 7602^e pages 1193 à 1264. P. 1200. Financement participatif (« crowdfunding ») : publication d'une ordonnance

- Les plateformes proposant à des particuliers, sur un site internet, le financement des projets en formes de prêt (rémunérés ou non). Celles-ci exerceront leur activité sous le statut de « intermédiaire en financement participatif ».

Articles	Explication
Article 1 ^{er}	La création et le paramètre du statut de « conseillers en investissements participatifs »
Article 2 et 3	L'extension des obligations dans le cadre de démarchage bancaire des professionnelles exerçant les nouveaux statuts crée dans l'article 1
Article 5	Disposition reconnaissant le montage de « <i>equity crowdfunding</i> » ou finance participatif avec inscription en titre de fonds propres par le biais d'un « holding » dédié à la détention des titres. L'article se réfère à l'obligation de rapport aux clients par l'intermédiaire d'un commissaire au compte.
Article 6	L'intégration des obligations relatives à la lutte contre le blanchiment et le financement des activités terroriste.
Article 7	L'assujettissement des conseillers en investissements participatifs au paiement d'une contribution au titre du contrôle par la commission de contrôle
Article 8	Le contrôle des plateformes par l'autorité des marchés financier

Article 9	Les plates-formes sont soumises à la contrôle des associations professionnelles agréées à laquelle elles adhèrent
Article 10	La reconnaissance de la compétence des de la commission des sanctions
Article 11	La création d'une cadre régulatrice et paramètre pour les offres au public de titres financiers réalisée dans le cadre du financement participatif. Elle est accompagnée d'une obligation de déclaration d'information minimum et l'impossibilité d'opter pour la confidentialité des comptes.
Article 13 et 14	L'introduction de la possibilité pour les sociétés par actions simplifiées de procéder à des offres de titres financiers lorsqu'elles sont proposées par une plate-forme de financement participatif et sous la condition de respecter certaines exigences statutaires.
Article 15	Sous réserve d'une fixation ex-post des caractéristiques spécifiques des prêts, une dérogation au monopole bancaire a été introduite. Les particuliers peuvent consentir des prêts rémunérés à taux fixe à d'autres personnes physiques ou morale pour le financement d'un projet professionnel ou de besoin de formation, lorsqu'elles sont mises en ligne par un intermédiaire en

	financement participatif.
Article 16	L'institution d'un régime prudentiel allégé des établissements de paiement
Article 17	La constitution du statut d'intermédiaire en financement participatif et le cadre réglementaire pour le montant du prêt et de l'intérêt. Les intermédiaires en financement participatif peuvent procéder à des transferts de fonds s'ils sont agréés comme prestataires de services de paiement. Une condition d'honorabilité, de compétences professionnelles imposées aux dirigeants des plateformes. Une obligation d'assurance sera instituée compter du 1 ^{er} Juillet 2016.
Article 18	Les intermédiaires alimentent le fichier bancaire des entreprises (FIBEN) et y auront accès en vue de vérifier la solidité financière des entreprises sollicitant le financement de leur projet par l'intermédiaire d'une plate-forme.
Article 19 et 20 et 21	Le contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution et aussi le DGCCRF s'applique aux intermédiaires en financement participatif.

[132] La réforme introduit par les 5 Titres et 38 Articles de l'ordonnance est axé sur la création de deux nouveaux statuts : 1) Les conseillers en investissements participatifs ; et 2) Les intermédiaires en financement participatif. L'approche semble suivre la logique de la directive AIFM⁷⁹ et MIF⁸⁰, laquelle choisi de contrôler les acteurs plutôt que les produits. Elle permet ainsi une marge opérationnelle plus étendue dans la création des nouvelle produits et structures tout en assurant une protection des investisseurs. Les deux statuts couvrent les différentes formes de finance participative fortement perturbé par les régulations financières et bancaires. Le finance participatif du prêt (rémunéré ou non) et de don se classifie sous l'égide des intermédiaires en financement participatif tandis que le l'offre de titres financier dans le cadre d'un financement d'entreprise par la prise ne participation se relèvera du domaine des conseillers en investissements participatifs.

[133] On puisse distinguer une différence avec le JOBS Act américaine en ce qui concerne la régulation du montant des investissements individuels permit fixés par rapport à la valeur patrimoniale des investisseurs. Cette limite est en addition au plafonnement des fonds levés totale permit fixé à \$1 million pour une période de 12 mois. Le JOBS Act introduit une limite fixée pour une valeur patrimoniale (*net worth*) moins que \$100.000 à \$2000 ou 5% de la revenue annuelle et 10% de la revenue dans le cas la valeur patrimoniale se fixe au-delà de \$100.000. L'ordonnance française détermine seulement la limite des fonds totale levés sans déterminer au préalable une limite d'investissement fixé par rapport à la valeur patrimoniale. La modalité et conditions du montant total de l'offre est relégué au règlement général future des marchés financiers. Cela étant, une limite d'investissement fixé à la valorisation patrimoniale calqué au système américain reste envisageable à travers le règlement général. Il est de l'avis de l'auteur de cette recherche que les autorités du marché financier se retiennent d'une telle

⁷⁹ La directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (*directive AIFM*) transposée en droit français par l'ordonnance 2013-676 publiée au journal officiel du 27 juillet 2013

⁸⁰ Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers

approche pour garder la flexibilité du cadre réglementaire français et ainsi la compétitivité par rapport au système américain.

[134] Le système américain formé par le Titre III du Jobs Act délégué la compétence d'engager dans les opérations de finance participatifs avec souscription de titre à deux statut : 1° Les « *broker-dealer* » et le nouveau statut crée 2° Les portails de financement ou « *funding portal* ».

[135] Seul les *broker-dealer* certifié peuvent se permettre d'offrir des conseils en investissement⁸¹ tandis que les portails en sont interdits sous peine de se voir attribué une responsabilité plus élevé⁸². En contraste, l'ordonnance française permet aux conseillers en investissements participatifs de participer à des levers des fonds⁸³ et même d'exercer en même temps le statut d'intermédiaire en finance participatif sous condition de ne pas fournir de services de paiement. Les conseillers en investissements financier ne sont donc guère confinés seulement à la fonction de « conseillers » ou de prestataire d'intermédiaire tel que sous le JOBS Act.

[136] Le cadre règlementaire français est érigé sous une catégorisation différentielle entre la typologie du finance participatif dite fondé autour du « prêt » et « donation » d'un côté marqué par une absence de contrôle vis-à-vis du projet et d'autre côté le type d'investissement par souscription au fond propre ou par prise de participation en formes de titre financiers. Ce second type implique une plus forte participation des investisseurs et l'existence d'une risque s'étendant jusqu'à la totalité des investissements et une maturation plus longue. La première typologie permet à la création du statut d'intermédiaire de financement participatif. Le statut d'intermédiaire en financement participatif – d'ailleurs absent dans le document cadre pour le développement du finance participatif datant du 30 septembre 2014 – s'inscrit dans la logique d'arbitration des rencontres (*matching*) simple d'offres et de demandes de financement par les particuliers. Elle laisse les emprunteurs ou donateur libre de faire les choix. La

⁸¹ Jumpstart Our Business Startups Act § 304(b), 15 U.S.C.A. § 78c(a)(80).

⁸² Douglas S. Ellenoff. Making crowdfunding credible.Round table. P.23

⁸³ Article 1 point II de l'ordonnance no. 2014-559 du 30 Mai 2014 relative au financement participatif

seconde typologie en prenant compte de la nature particulier des opérations de souscriptions en fond propres ou prise de participation en titres nécessite l'intervention des « conseillers en investissements participatifs ».

[137] Le cadre français se révèle de loin plus simple et transparent que le système américain du JOBS Act puisqu'il intègre les mesures de sécurité dans un cadre déjà préétabli (mesures de lutte contre blanchiment d'argent et autres) et relègue les mesures au règlement général d'AMF. La plupart des opérations de contrôle et de surveillance sont relégué aux associations professionnelles (Article 9 et 12 de l'ordonnance). Malgré cela, les autorités officielle tel que l'AMF, ACPR, la Commission des sanctions seront toujours compétent pour réguler et intervenir (Article 7, 10, 19, 20, et 21 de l'ordonnance). Cette approche permet de réduire les coûts juridiques en comparaison avec le JOBS Act induisant des coûts faramineuse.⁸⁴ Selon les règles proposées et toujours en consultation des autorités des marchés financiers américains (SEC), l'estimation des coûts juridique (*compliance cost*) d'une levée de fonds dans un période de 12 mois est le suivant⁸⁵ :

- \$ 12.960 jusqu'à \$17.960 pour un offre en dessous de \$100.000 ;
- \$25.460 jusqu'à \$55.460 pour un offre entre \$100.000 jusqu'à \$500.000 ;
- et
- \$47.960 jusqu'à \$122.960 pour un offre dépassant \$500.000

[138] En addition, les commentaires rendu au SEC dans le procès de consultation par un portail de financement « *EarlyShares* » révèle que le coût pourra atteindre des montants plus haut encore tel que⁸⁶ :

- 134-154% de la valeur de l'offre pour un montant de \$25.000
- 53%-65% de la valeur de l'offre pour un montant de \$250.000
- Entre 48-63% pour un montant de \$501.000

⁸⁴ <http://www.bna.com/high-costs-of-sec-approach-would-stymie-success-of-crowdfunding-commenters-warn/>

⁸⁵ *ibid*

⁸⁶ *ibid*

- Et Entre 24%-32% pour une levée de fond de \$1 million

[139] Face à un cadre réglementaire rigide et coûteuse par souci de protection des investisseurs, les acteurs du marché de l'industrie de la finance participative américaine tente de convaincre le SEC de réduire les obligations de rapport continu et la fixation à un montant de \$1 million pour l'obligation des « audits financier ». L'état actuel des propositions de réglementation du SEC implique un coût élevé pour des montant plus modeste est suscite l'intérêt des sociétés offrant des participations en fond propre à visé plus haut. Un scénario réglementaire possible sera la permission pour les sociétés ayant recours à *equity crowdfunding* d'avoir recours à un « *parallel offering* » ou une offre en parallèle⁸⁷. Cela permettra à ces sociétés d'offrir en même temps leurs titres aux investisseurs professionnels (*accredited investors*). Ainsi, ce système diversifiera la composition d'actionnaire au bénéfice de la société. Ce dernier aura la reconnaissance de la foule et du marché en même temps le support du financier qualifié ou professionnelle.

[140] Le cadre de l'ordonnance français impose une information minimale délivré aux investisseurs par la plateforme sur le site internet (Article 11 de l'ordonnance) et un rapport du commissaire aux comptes (Article 5). L'absence de réforme au règlement général de l'AMF toujours en progrès actuellement ne permet pas de connaître le coût d'une levée de fond en France. Mais, il est fort probable que le coût sera plus faible qu'aux États-Unis. Dans la formulation et finalisation de la réglementation générale de l'AMF prochainement, il sera dans l'intérêt des régulateurs français de réduire au maximum le coût de transaction dans la levée des fonds par la voie de « *equity crowdfunding* ». L'utilisation des outils dite du *soft law* tel que la surveillance par les associations professionnelle et l'emploi des méthodes tiré de la « sagesse des foules » ou *crowd wisdom* pourra compléter l'octroi d'une marge de manœuvre assouplis aux acteurs de l'industrie du finance participatif. D'ailleurs, la menace d'action de groupe (*class*

⁸⁷ <http://venturebeat.com/2014/01/02/it-might-cost-you-39k-to-crowdfund-100k-under-the-secs-new-rules/>

action) comme facteur dissuasive à la tentative de fraude pourra constituer un cadre extérieur assurant la protection des investisseurs⁸⁸.

[141] La dérogation à l'obligation d'un document d'information (prospectus) pour les opérations réalisées dans le cadre de financement participatif spécifié au Chapitre II de l'ordonnance assure la présence et l'opération de l'industrie de la finance participative avec souscription de titre. Par la suite, une grande étape de progrès a été franchie par l'admission pour les sociétés par actions simplifiées (SAS) de procéder à des offres de titres financiers lorsqu'elles sont proposées par une plate-forme de financement participatif et sous réserve de respecter certaines exigences statutaires (Article 13 et 14). L'ordonnance suit ainsi les demandes du secteur réel de l'industrie des *start-ups* reposant beaucoup sur cette forme juridique des SAS. Le SAS se distingue des autres formes par sa souplesse et son large utilisation dans le milieu des Très Petite Entreprises (TPE) et des Petites et Moyennes Entreprises (PME).⁸⁹ L'article 14 de l'ordonnance déroge l'interdiction faite depuis le 1^{er} Avril 2009 (Ordonnance no. 2009-80, 22 Janvier 2009) faite aux SAS concernant l'offre publique des titres financiers. En retour, les règles s'appliquant aux sociétés anonymes dans la structuration de droit de vote fondé sur la proportionnalité à la quotité des actions possédés, le droit de vote double et la limitation de droit de vote à travers les statuts au quotité de capital s'appliquera aux SAS dans le cadre du financement participatif⁹⁰.

[142] La limitation statutaire propre au régime des SAS se voit encore limité par l'application des articles L. 225-96 à L. 225-98 octroyant un pouvoir de modification statutaire, la prise de décision quasi totalitaire et le changement de nationalité de l'entreprise entre les mains de l'assemblée générale. La provision sur la non-possibilité d'une modification de l'ordre du jour par une deuxième

⁸⁸Guillaume Leclair, Laurent aygun, et Clémence legout. La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 51, 19 Décembre 2013, 1709. « *Crowdfunding peut-on raisonnablement être associé avec la foule ?* » P. 3

⁸⁹PMEFINANCE.ORG. 14 Février 2014. Un Rapport de L'Observatoire des Entreprises. Financement Participatif des Entreprises : La Mise en Place d'un Cadre Règlementaire Propice. P.9

⁹⁰ Articles L. 225-122 à L. 227-1 et L. 227-9 du code de commerce s'applique aux sociétés par actions Simplifiés en cas d'offre public de titre financier faite dans le cadre de financement participatif

convocation s'applique aussi au SAS.⁹¹ Ensuite, l'ordonnance permet aussi aux SAS d'offrir des titres financiers en dérogations aux obligations de publication de prospectus⁹² ou document d'information mentionné au premier alinéa du I de l'article L 412-1 du code monétaire et financier. L'abrogation de la flexibilité statutaire caractéristique avantageuse des SAS doit être approchée de façon chronologique. Les TPE et PME *start-up* sont souvent des sociétés à faible capital nécessitant un accès au capital-amorçage pour l'expansion des affaires. Le SAS devient ainsi un véhicule juridique de choix pour débiter par vertu de la flexibilité statutaire offerte. L'entrée en capital des nouveaux investisseurs nécessite une modification des statuts vers une plus grande protection de ces derniers. La délégation des pouvoirs à l'assemblée générale non-modifiable par des changements statutaire permet d'accroître le pouvoir de contrôle des nouveaux actionnaires. Cela tout en permettant aux TPE et PME de débiter avec une structure statutaire flexible et d'avoir un entrée en capital par une offre au publique de titre financier sans publication de prospectus dans le cadre d'un financement participatif.

[143] Pour l'instant, les titres financiers pouvant être émis par un conseiller en financement participatif sont limités aux 1. Titres de capital émis par les sociétés par actions ; et 2. Les titres de créances à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse inscrit dans l'article à 1 ou au 2 du II de L. 211-1 du code monétaire et financier.⁹³ Les limitations est assez étroite en considération de l'usage du terme « ou » au lieu de « et » par l'ordonnance. Il semble que les législateurs cherchent à limiter la liberté des choix des titres émise pour éviter des actions spéculatives pouvant nuire à l'esprit du financement participatif.

[144] Ainsi, les réformes avancées par l'ordonnance reprend donc les pluparts des propositions⁹⁴ faite par les acteurs des industries et puissent être résumé tel que suivant :

⁹¹ Article 14 point 4° de l'ordonnance

⁹² Article 13 et 14 de l'ordonnance.

⁹³ Article 11 de l'ordonnance

⁹⁴ Se référer au Document de Réflexion sur la consultation de place datant du 13 Novembre 2013 intitulé « *crowdfunding et TPE-PME* »

- La création d'un statut de « conseillers en investissements participatifs »
- La constitution du statut d'intermédiaire en financement participatif
- La création d'un paramètre réglementaire de contrôle du financement participatif par des organismes étatiques ou des associations professionnelles
- La création d'un cadre réglementaire pour la finance participative avec souscription de titre ou souscription en fonds propres
- La reconnaissance de la possibilité d'usage des holdings dans les opérations de levés de fonds
- La possibilité aux SAS de procéder à des offres de titres financiers sous certaines conditions
- La confirmation de dérogation à l'obligation de présenter un prospectus pour les sociétés procédant à la finance participative avec souscription de titre ou souscription en fonds propres

[155] Après un bref résumé entre le cadre réglementaire introduit par l'ordonnance du 30 Mai 2014 et les réformes de JOBS Act, il est possible de constater une flexibilité plus avancé du cadre réglementaire français. L'approche américain suit la voie réglementaire déjà préétabli et le même s'applique au progrès français⁹⁵.

[156] Le caractère distinctif du système américaine réside dans les obligations de l'émetteur de communication d'informations financières pouvant être qualifié de plus lourde puisqu'elle est établis par un comptable indépendant, en cas d'émission dépassant 100 000 \$, ou par un commissaire aux comptes, en cas d'émission dépassant 500 000 \$. En outre, les obligations pesant sur la plateforme Internet sont onéreuses⁹⁶. En addition, tel que cité auparavant il existe une limites de participation, par investisseur, en fonction de son revenu, pour l'ensemble des

⁹⁵ À l'instar de la théorie du *path dependency theory* selon laquelle les progrès du système juridique ne s'échappe point au cadre déjà pre-établi auparavant.

⁹⁶PMEFINANCE.ORG. 14 Février 2014. Un Rapport de L'Observatoire des Entreprises. Financement Participatif des Entreprises : La Mise en Place d'un Cadre Réglementaire Propice. P.28

investissements dans le cadre du nouveau régime : pour un Investisseur dont le revenu annuel ou l'actif net est inférieur à 100 000 \$, la limite sera égale à 5% de ce revenu ou de cet actif net (mais au minimum 2 000 \$), et pour un investisseur dont le revenu annuel ou l'actif net s'élève à 100 000 \$ au moins, la limite sera égale à 10% de ce revenu ou de cet actif net (mais au maximum 100 000 \$).

[157] Ces limites ajoutent une complexité au nouveau régime américain, plus lourde que celle du régime français proposé, et qui risque de ne pas favoriser le développement du *crowdfunding* par souscription de titres auprès du grand public⁹⁷.

[158] Malgré cela, certains éléments présent et prise en compte dans le JOBS Act devrait toujours être intégré tel que l'obligation d'une chaîne de discussion entre les investisseurs en vue de maximaliser la sagesse des foules ou *crowd wisdom*. L'article 1 de l'ordonnance spécifie une régulation des caractéristiques du site d'internet fixées par le règlement générale de l'AMF. L'auteur de cette recherche suggère fortement l'obligation de la création d'une chaîne de communication dédié entre les différents investisseurs par le biais des modifications prochaines du règlement général de l'AMF. En attendant, il est de l'intérêt des portails de financements en France d'adopter le concept des chaînes de communications dédiés. À part cela, les régulateurs doivent garder un coût juridique bas dans la publication des rapports de contrôles pour garder la compétitivité de l'industrie tout en incitant la coopération entre la foule et les investisseurs qualifié à travers le concept de *parallel offerings* ou la reprise des parts de la foules après une forte valorisation par les investisseurs professionnelles similaire aux pratique faite par le plateforme français précitée *wiseed*.

⁹⁷ *ibid*

Chapitre II. – Proposition d'amélioration réglementaire en France

Section I. - Amélioration réglementaire pour l'industrie *« equity crowdfunding »*

[159] L'étude sur la structuration de financement fait par la plateforme WiSEED dans le financement d'Antabio permet d'éclairer un parallélisme amélioré entre le capital risque classique et l' *equity crowdfunding*. En ligne avec les résultats des recherches contemporaine sur l'« *equity crowdfunding* », il est possible de distinguer certains « signal » qu'utilisent les *start-ups* pour attirer des investisseurs. Ces « signals » sont *inter alia*⁹⁸ :

- L'existence d'un plan de route financière (*financial roadmap*) tel qu'une offre au publique de titre financier / *Initial public offering* ou une stratégie des sortie par l'acquisition (*acquisition exit strategies*).
- Facteur de risques comme dans le cas du montant de titres (*equity*) offerte ou l'existence d'une prévision financière sur l'état future de l'entreprise.
- Le niveau d'expérience du membre de la direction mesuré par le niveau d'éducation. Il est surprenant que contrairement au savoir général, la présence des certifications externe tel que les brevets et certification d'aide gouvernemental ne porte que peu dans la prise de considération des investisseurs potentiel.

[160] Les améliorations réglementaires seront donc élaborer à travers deux étapes marquant présentes dans le capital risque classique et l' *equity crowdfunding* : l'étape de préfinancement et l'étape de post financement.

§1. Etape de préfinancement

[161] L'étape de préfinancement est constituée par deux éléments principal de possible réformes :

⁹⁸ Gerrit K.C. Ahlers; Douglas Cumming et. al. Signaling in Equity Crowdfunding. P. 29

1. L'augmentation du plafond d'investissement et de nombres des investisseurs non-professionnelle permet à s'investir dans une entreprise par campagne de collecte de fond.

Selon la proposition de l'organisation « *crowdfunding France* » portant sur des possibles amendements du Directive prospectus, il faudra augmenter le plafond d'exemption de 100 000 € à 1 000 000 € pour combattre le trou de financement auquel les PME sont confrontées.⁹⁹ La proposition est en ligne avec la proposition du Banque mondiale supportant l'intégration de l'*equity crowdfunding* dans la chaîne de financement des entreprises en vue de remplir *equity gap*¹⁰⁰. L'ordonnance française du 31 mai 2014 délègue la réglementation soit fixé par un décret et les conditions fixé par le règlement général.¹⁰¹ En se référant à l'annonce faite par ministre fleur Pellerin en Janvier 2014 le montant puisse être de 1 million d'euros¹⁰². En attendant la publication du décret prochainement, il est encore possible d'offrir quelque proposition.

L'augmentation du plafonnement des montant prochainement devrait être suivie par une augmentation du nombre des investisseurs non-qualifié permit à s'investir de 100 personne à 1000 personnes. Ces deux réformes au Directive Prospectus devraient être suivies par la création d'une cadre réglementaire dédié au *crowdfunding* au niveau européenne. Le Directive européen attribue aux états membres une liberté de transposition jusqu'à 5 000 000 € avant que la rédaction d'un prospectus devient obligatoire. La France avait choisi actuellement le plafond de 100 000 € et probablement bientôt augmenté par décret jusqu'à 1 million d'euros tandis que l'Italie, le Royaume-Uni et la Croatie optent pour la limite de 5 000 000 €. Dans le future, il sera fortement avisé pour que le montant soit augmenté jusqu'à

⁹⁹ Crowdfunding France. 2012. Proposition d'Amendements Crowdfunding à la directive prospectus. P. 3

¹⁰⁰ Banque Mondiale. 2013. Crowdfunding's Potential for the Developing world. Washington: Information for Development Progra, (*infoDev*). P. 20

¹⁰¹ Article 11 de l'ordonnance

¹⁰² <http://alternatives-economiques.fr/blogs/vauplane/2014/04/27/financement-participatif-le-projet-dordonnance-devoile/>

5 000 000 €. Ce plafond permettra la maximalisation de la valorisation des parts de la foule et l'intégration plus sérieuse de *l'equity crowdfunding* dans la chaîne de financement des sociétés *start-up* innovatrice. Si le nombre des investisseurs non-professionnel de la foule est augmenté en même temps avec le plafond du montant possiblement collecté par la voie d'*equity crowdfunding* alors le risque sera distribué parmi la foule. La structure appliquée par la plateforme WiSEED précité pourra être une solution viable pour assurer une protection des investisseurs par l'accompagnement dans les opérations d'investissements par des investisseurs professionnelles. Ainsi, l'investisseur non-professionnel pourra toujours bénéficier au maximum de plus values obtenues de l'acquisition des titres tout en étant sécurisé des risques lié à la performance de l'entreprise laissé aux mains des professionnelle.

2. Création des chaînes d'échanges d'information pour catalyser la sagesse de la foule

Les réformes françaises contrairement aux amendements proposé par le *JOBS Act* américaine avait omit l'importance de la chaine de communication et d'échange d'information entre le *crowd investors*. La proposition de régulation du SEC (*Securities and Exchange Commisision*) intègre l'obligation incombant les plateformes de *crowdfund* à s'assurer une chaine d'échange d'information entre les investisseurs non-professionnelle dans le but d'accommoder la sagesse des foules.¹⁰³ Les exposés des chapitres précédents de ce mémoire permettent de démontrer de façon théorique et pratique l'importance de ces chaines d'échanges d'information dans l'obtention des idées neufs et la réduction du *bounded rationality*, sources d'incomplétude des contrats parmi les professionnelles de l'industrie du capital risque.

¹⁰³ Securities and Exchange Commission Proposed Rules Release Nos. 33-9470; 34-70741; File No. S7-09-13. P.11

§2. Etape de post financement

[162] Le souci primaire des investisseurs non-professionnelle du *equity crowdfunding* repose sur la liquidité des investissements avec en complément les plus values des titres à la sortie. La création des marchés secondaire junior tel que *Alternative, futures bourses agricole, Alternext¹⁰⁴* et d'autres voies assurant la sortie (*exit*) des investisseurs de la foule suivi par l'entrée synergique des investisseurs professionnelle représente une façade des solutions. La stratégie d'accompagnement par les capital-risqueurs depuis l'initiation de financement jusqu'à le rachat des titres par les professionnelle comme pratiqué par la plateforme WiSEED se révèle aussi être une alternative pour assurer une sortie.

Section II. -> Une vision compréhensive de la philosophie du crowdfunding

§ 1. L'adoption de la « sagesse de la foule » et de l'innovation démocratique (*wikinomics*) dans la formulation des futurs règlements national et européenne.

[163] L'intégration d'« *equity crowdfunding* » dans la chaîne de financement des *start-ups* tel que proposé par « PME finance » s'avérera complet seulement si l'environnement réglementaire correspondra à la philosophie initiale de crowd-funding tel que élaborer aux parties précédents de ce recherche notamment en favorisant le développement de la sagesse des foule. Cela étant fait par la création des chaines de communication obligatoire entre les différents investisseurs. Cette approche permettra aussi de déterrer toute tentative de fraude. En reprenant l'élaboration aux parties précédents, l'avènement de ces chaines de communication et l'augmentation de participation de la foule dans le choix des projets tel que fait par Wiseed et même le participation actif de la foule dans le

¹⁰⁴ PME Finance. Crowdfunding et TPE-PME Réflexions sur la consultation de place. 13 Novembre 2013. P.4

perfectionnement du business plan , la formulation du pacte d'actionnaire et le suivi continu des rapport des opérations.

§2. Le perfectionnement de l'environnement contractuelle et régulatrice

[164] Les propositions offerte par PME Finance dans les réflexions sur la consultation de place per 13 Novembre 2013 permet d'avoir une amélioration significative de l'écosystème juridique nécessaire au fleurissement de l'industrie de capital risque 2.0 ou le *equity crowdfunding*. La publication de l'ordonnance no. 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif. Dans le journal officielle marque l'acceptation officielle du finance participatif dans l'écosystème financier française.

[165] En dépit de l'approche quasi compréhensive certaines améliorations peuvent toujours être apportées. Dans les chapitres précédents, l'emploi de la théorie de l'agence des firmes permet de dégager la notion fondamentale de l'asymétrie de l'information existante sur deux étapes : La période de préfinancement et la période de post-financement. Dans la première étape, l'utilisation de *due diligence* réduit l'asymétrie d'information préliminaire. L'asymétrie d'information apparaissant à la seconde étape est contrée par l'usage d'un contrat de financement structuré et le maniement de certaines clauses clé dans la distribution des droits d'accès aux revenus et des droits de contrôle de gestion. La théorie d'incomplétude des contrats ajoute la dimension nouvelle dans la structuration des contrats de financement.

[166] Des recherches récentes dans le domaine de l'économie collaboratives tel que le concept de « crowdsourcing » et « *wikinomics* » met sous lumière l'émergence d'une source à haut influence des plateformes d'information ouverte. La notion de la sagesse des foules (*crowd wisdom*) avance l'hypothèse selon laquelle la création des plateformes de soumission d'information ouverte

(*open source*) exerce une influence dans le comportement opportuniste du management des sociétés. L'information soumise se révèle plus exacte et actuelle que l'information des analystes boursières. La création des plateformes ouverte et dédiée permettant à la foule d'investisseur diverse - selon la critère de James Surowiecki notamment une haute variété de qualification professionnelle, de talents et des constituants de la foule – de s'échanger d'information et d'idée sur leur investissement participatif pourra réduire l'asymétrie d'information existante.

[167] La chaîne ou plateforme dédiée d'échange d'information augmentera le procès de surveillance continue exercé par un nombre important et hétérogène d'investisseurs qui ne seront plus retenue par la lacune de « *bounded rationality* » dans le formulation de contrat représentant une des sources majeure d'incomplétude des contrats.

[168] Ainsi en voyant les caractéristiques particulières du concept de venture capital 2.0 sous la lumière des réformes juridique en procès et future (*lex ferenda*) initié pour accommoder le développement du financement participatif certain observation peut être dégagé. En addition avec les points de proposition introduit par PME Finance, je propose que le point suivant doive être ajouté aux propositions des futures réformes des lois :

- (1) **L'obligation à la charge des plateformes dans la création d'une plateforme ou chaîne d'échange d'information d'idée entre les membres de la foule investisseurs.**
- (2) **La nécessité du support des autorités régulatrice par le biais d'une politique numérique du gouvernement favorable au développement des chaînes de communication dédiée, des portails d'information, de conceptualisation des financements, des customisation des choix de contrat de financement centré et alimenté par la foule d'investisseur et fondé sur les vertus du crowdsourcing.** Des exemples réel sont présent tel que faite par « wiki-investment » et des plateformes en ligne de valorisation des *start-up* tierce faite par la foule. Une recherche faite sur

la corrélation entre l'apport des sites *open-sources*¹⁰⁵. Le développement des chaînes de communications fondé sur la « sagesse des foules » et le travail collaboratif en masse permettra non seulement l'agrégation des solutions innovantes mais permet aussi une surveillance des actions opportunistes des gestionnaires par exemple éviter un prolongement des temps de déclarations des rapports financiers décevants.¹⁰⁶ L'élaboration faite à travers cette recherche démontre déjà l'impact de la sagesse des foules, *wiknomics* et du *crowdsourcing* (le travail collaboratif en masse) dans la réduction de l'asymétrie d'information et de façon subséquente évité l'apparition de *bounded rationality* source d'incomplétude contractuelle. Il s'avérera important d'assurer une cohésion politique en ligne avec les caractéristiques conceptuelles du *crowd-funding*.

- (3) **L'augmentation du plafond maximum de l'investissement jusqu'à la limite permit par le droit européen sur le Offre Publique de titre Financier fixé à € 5 million.** L'environnement régulateur fondé sur l'idée de la protection d'un investisseur amateurs devrait être réformé. Les dangers liés au risque devraient plutôt être redressés par la création d'un écosystème numérique favorisant la diversification des portefeuilles d'investissement plutôt qu'une limitation du montant des investissements pénalisant les investisseurs aux petits montants et ouvrant l'accès d'investissement dans les futures « Google » aux plus riches au nom de la protection des plus faibles investisseurs. La création d'un conseiller en investissement propre au financement participatif prévu dans le projet de loi d'habilitation, simplification et sécurisation de la vie d'entreprises¹⁰⁷ pourra être une bonne solution en addition avec une obligation d'assurer des chaînes de communication favorisant la création de la « foule d'investisseur participatif diversifié » tel que couramment débattu dans la

¹⁰⁵ Sean Xin Xu et Xiaoquan Michael Zhang. Impact of Wikipedia on Market Information Environment: Evidence on Management Disclosure and Investment Reaction. MIS Quarterly. P. 20

¹⁰⁶ *ibid*

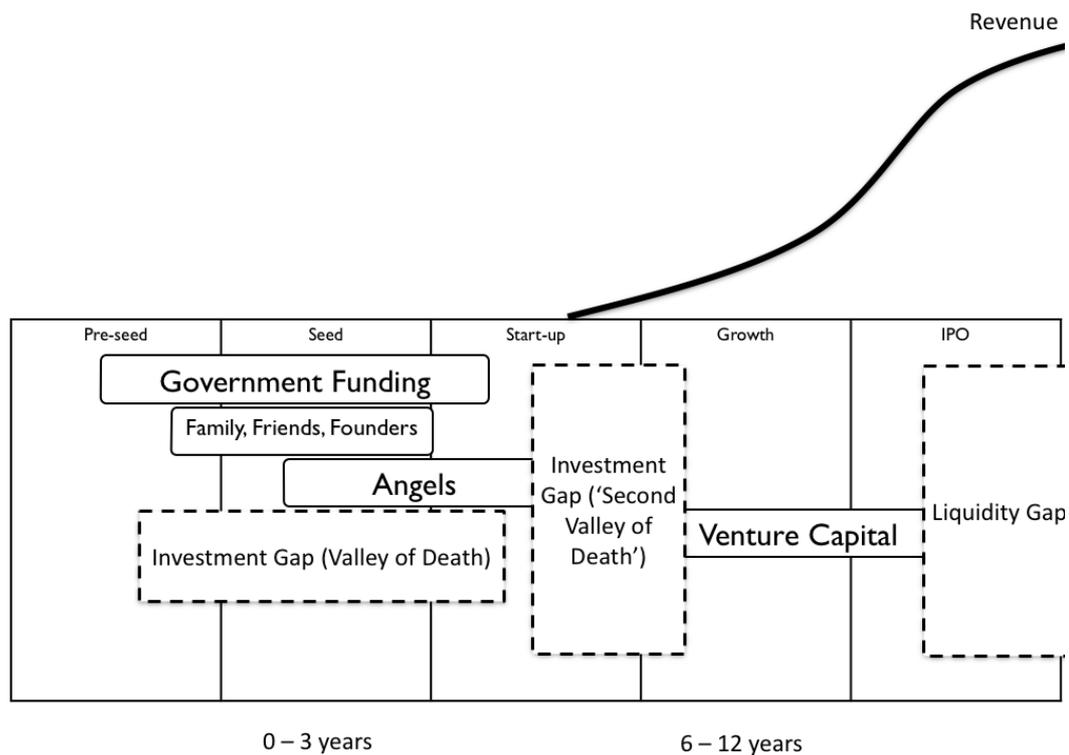
¹⁰⁷ Ministère de l'économie et des finances et le ministère de redressement productif. 2014. Dossier de presse : le projet de loi d'habilitation, simplification et sécurisation de la vie d'entreprises P.6

formulation de la régulation de l'autorité des marchés financiers américain (SEC).¹⁰⁸

- (4) **La symbiose entre la finance participative et l'intervention des investisseurs institutionnelles au niveau de la sortie des participations (*exit*) avec plus value des investisseurs particuliers du financement participatif.** La finance participative avec souscription des titres (*equity crowdfunding*) servira ainsi le rôle du « *financial gap filler* » manquant entre la période du crédit d'amorçage où la valorisation des investissements s'avère trop faible et la phase d'expansion nécessitant un montant de financement trop important pour les *business angels*. Le développement de *l'equity crowdfunding* permettrait la création d'une nouvelle catégorie et chaîne de financement de *start-ups* avant l'intervention des investisseurs institutionnelles. Un rapport de groupe indépendant d'expert sur l'innovation ouverte et le transfert du savoir (*Independent Expert Group Report on Open Innovation and Knowledge Transfer*) sous l'égide de la Commission Européenne¹⁰⁹ expose la condition actuelle de l'industrie de capital risque en Europe. Un des points abordés est le manque de liquidité dans le cycle du financement de capital risque. Il existe deux étapes critiques dans le financement d'une entreprise innovante *start-up* connue sous la terminologie *valley of death* ou vallée de la mort. Ces étapes du cycle de vie de l'entreprise marquent le moment où l'entreprise se trouve dans une pénurie de capital nécessaire d'avancer vers le stade suivant de son développement. La figure ci-dessous extraite du même rapport démontre les deux étapes critiques :

¹⁰⁸ J Robert Brown Jr. Selling Equity through crowdfunding : A Comment. Working Paper No. 14-11 University of Denver Sturm College of Law. P. 8

¹⁰⁹ Préparé par J. Dittmer, J.A Mc Cahery et E.P.M. Vermeulen. 2014. *Independent Expert Group Report on Open Innovation and Knowledge Transfer*. The "New" Venture Capital Cycle and the Role of Governments: The Emergence of Collaborative Funding Models and Platforms. P. 32



Source: Independent *Expert Group Report on Open Innovation and Knowledge Transfer*

Pendant ces périodes les entreprises sont soit trop faible pour obtenir un investissement institutionnel des business angels encore (période 0 – 3 ans) ou trop intermédiaire en valeur pour bénéficier de l'intervention des capital risquer (5 ans). Le rapport introduit l'hypothèse partagé par l'auteur de ce mémoire que des nouvelle catégorie d'investisseurs tel que les plate-forme de finance participatif, les super-angels et les *multinational corporations* sont maintenant présent pour combler le vides des financements préliminaire du cycle de vie des entreprises *start-up*. Le désavantage du financement participatif avancé par le rapport et le manque de *value added* ou valeur additionnelle à l'investissement qu'apport les investissement des capital risqueurs en forme de connexion et de réseaux nécessaire pour le sortie des investisseurs. Le coopération avec les capital-risqueurs tel que proposé par le plate-forme Wiseed ou les offres en parallèle des titres aux investisseurs qualifiés pourra résoudre ce problème et même encore plus résulter à une accumulation d'avantage apporté par les deux régimes (finance participatif et investisseurs institutionnelle). En se référant aux

analyses des chapitres précédents de ce mémoire, l'emploi du financement participatif permettra de réduire le *bounded rationality* encombrant les investisseurs institutionnels et en émettre des signaux en vue d'obtenir le support du marché pour la vente future du produit ou de service. Tandis que l'investisseur financier pourra obtenir plus d'information, prendre une marge plus étendue pour évaluer l'investissement et diversifier les risques par la diversification et augmentation de nombre d'investisseurs. La collaboration et patronage triangulaire entre les entrepreneurs, la foule des investisseurs et les investisseurs institutionnelle ou qualifiée créeront le parfait synergie pour le développement d'une nouvelle segmentation de liquidité aux entreprises innovantes. Une recherche fondée sur la méthode statistique démontre que les projets supportés par la foule seront plus enclins à obtenir le support d'un panel de jury.¹¹⁰ Ainsi, le marché suivra la même tendance comportementale favorisant un projet ayant obtenu le consentement d'une foule au préalable.

(5) L'intégration de ces réformes proposées dans la future réglementation

européenne. L'industrie du financement participatif des entreprises innovantes par souscription des titres suit une logique particulière fortement liée à (1) la construction des contrats du capital risque et (2) la désintermédiation de l'information par le biais de l'internet 2.0. Ainsi, il est nécessaire qu'une réglementation favorisant les deux caractéristiques de l'industrie soit considérée dans la formulation d'une réglementation au niveau européen. Le cadre réglementaire européen actuelle tel que la directive prospectus, directive OPCVM IV et la directive AIFM par nature ne concernent guère directement l'industrie d'*equity crowdfunding*¹¹¹ mais une déclaration ferme des autorités européennes suivies d'une formulation d'un cadre réglementaire européen dédié pour l'industrie d'*equity crowdfunding* sera nécessaire. L'incertitude continue causée par l'opacité de

¹¹⁰ Ethan Mollick et Ramana Nanda. Wisdom or Madness? Comparing crowds with Expert Evaluation in Funding the Arts. Harvard Business School working Paper 14-116 May 29 2014. P. 14

¹¹¹ FinPart. 2013. Respectives scopes of EU and national laws concerning crowdfunding operations : How to change legal framework at both levels. France version

l'environnement régulatrice puisse porter atteinte au développement de l'industrie.¹¹²

Le rapport cité au point (4) expose l'existence d'un vide (*gap*) de financement pour les entreprises en étape intermédiaire par cause du basculement des capital risqueurs vers des investissements moins risqués¹¹³. Pourtant le développement des nouveaux modèle de financement tel que le finance participatif résulte à une collaboration entre le secteur institutionnelle privé (capital-investissements et capital-risqueurs) et les fonds de grand public. Le rapport souligne aussi l'importance du rôle du gouvernement dans la création des marchés dédiés aux achats des titres privés avant l'introduction des titres dans la marché réglementé (*Pre-IPO market*) pour les entreprises supporté par les capital-risqueurs. En parallèle avec l'outil théorique de *law and economics*, le rapport insiste dans la création d'une cadre règlementaire claire et structuré pour supporter l'industrie du capital risque. À cet égard, une cadre règlementaire au niveau européenne intégré au support de l'innovation et du développement des PME innovant sera une grande avancée.

[168] Ce mémoire avait exposé une paradigme tiré du micro-économie appliqué dans le domaine juridique connu sous le terme de *Law and Economics* ou Analyse Économique du droit. La théorie de l'incomplétude de contrat en parallèle avec la théorie des jeux se développe dans le cadre analytique de ce courant de pensées s'appuyant fortement sur une équilibre stratégique optimum du « *Nash equilibrium* » ou « équilibre de nash ». Cet équilibre est un concept de solution dans lequel l'ensemble des choix faits par plusieurs joueurs, connaissant

¹¹²Commission Européen. 27 Mars 2014. "Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union". Communication from the Commission to The European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Com (2014) 172 Final. P.6

¹¹³ *Op cit*, Préparé par J. Dittmer, J.A Mc Cahery et E.P.M. Vermeulen. 2014. *Independent Expert Group Report on Open Innovation and Knowledge Transfer*. The "New" Venture Capital Cycle and the Role of Governments: The Emergence of Collaborative Funding Models and Platforms. P. 32

leurs stratégies réciproques, est devenu stable du fait qu'aucun ne peut modifier seul sa stratégie sans affaiblir sa position personnelle. En d'autres termes, la notion de la dispersion équilibrée d'information stratégique entre les différents acteurs devrait être de tel que la modification de sa position par une action de nature opportuniste au détriment de l'autre parti se révélerait être nuisible plutôt que profitable. Construit sur une fondation objective de la construction éléments d'un contrat, la théorie d'incomplétude de contrat avance la notion fondamentale de l'impossibilité d'avoir un contrat parfait prévoyant toutes conditions possible au préalable (*Complete Contingent Contract ou CCC*) sans générer un coût transactionnel trop élevée rendant le contrat non effective. Pourtant sans le CCC, l'asymétrie d'information positionnera un des acteurs – dans la plupart des cas l'agent – dans une position plus avantageuse au détriment la finalité du contrat elle-même.

[169] La théorie d'incomplétude propose des stratégies pour arriver à une condition dite d'équilibre de Nash à travers une architecture des clauses de contrat et un mécanisme de surveillance du principe par l'agent. En considération du rôle fondamental de la détention d'information par les parties pour engager une position stratégique l'usage des outils informatique construit sur la structure Net 2.0 se révélera indispensable. L'emploi de la méthode de *crowdsourcing* et *crowdwisdom* permettrait ainsi de mobiliser une intelligence collective et une source d'information et donnée diversifié. Cela permet ainsi de réduire l'asymétrie d'information ou du moins exercera un effet dissuasif contre toute action de nature opportuniste des personnes détenant une information stratégique. Par le *crowdsourcing*, une base de données d'information, de solution et de projet puisse être accumulée tandis que la *crowdwisdom* permet la constitution d'un *smart crowd* ou une foule « intelligent » par la diversité de sa structure dans l'approche d'un problème. L'emploi de l'internet comme plateforme d'optimisation de ces deux méthodes résultera à la constitution d'un environnement contractuelle à faible asymétrie d'information favorisant une relation contractuelle approchant l'équilibre de Nash au niveau stratégique. Ce point de vue avancé par l'auteur du mémoire est appliqué à la construction contractuelle des capital risques dans la financement des *start-ups* innovatrices. Le développement récent d'un moyen de

financement connue tant que « crowdfunding » ou « finance participatif » résulte dans l'apparition d'un écosystème parfait pour appliquer la méthode précitée dans la tentative de réduire l'asymétrie d'information dans le financement des projets innovants par les investisseurs. L'entrée en jeu des investisseurs de la foule ou *crowd investors* par la typologie de financement de *equity crowdfunding* ou financement participatif avec souscription en titre ou avec souscription au fonds propres favorise la diversification des « principales » ou investisseurs. En addition, la foule apporte l'avantage de la méthode du *crowd wisdom* et *crowdsourcing* évitant ainsi la limitation propre aux professionnels connue par effet de la conditionnalité de « *bounded rationality* » apparaissant au stade d'évaluation des projets. Une variation de cette méthode a été appliquée par la plateforme française de *wiseed* dans le projet de Antabio. Cette plateforme avait réussi une sortie d'investissement lucrative pour les investisseurs issus de la foule – un rachat par les investisseurs professionnels avec une marge de profit de 40%. Ramené au niveau macro et sous la lumière des réformes en cours de la législation française et européenne concernant le *crowdfunding*, l'auteur propose une série de réformes en vue de perfectionner et de maximaliser le cadre réglementaire dans le support de l'industrie de financement des *start-up* innovantes.

[170] Les réformes puissent être résumées en plusieurs points :

- La réduction des coûts de levée de fonds par le moyen de financement participatif et l'élévation des montants et des participants possible.
- Le perfectionnement de distribution d'information par la création des chaînes d'échange d'information obligatoire entre investisseurs de la foule, la foule avec les investisseurs qualifiés et les investisseurs qualifiés et la foule avec les entrepreneurs.
- Le support dans la formation d'un environnement propice pour la formation d'un partenariat collaboratif entre les investisseurs institutionnels ou investisseurs qualifiés d'un côté et la foule de petits investisseurs de l'autre. Ce partenariat résultera dans un investissement

privé hybride ou simplement une pratique courant de *parallel offerings*.

- La création des moyens de sortie (*exit strategy*) pour les investisseurs de la foule et du capital risque avec la création des marchés *Pre-IPO*.

CONCLUSION

L'introduction du capital-risque 2.0 ou *equity crowdfunding* avait et continue à bouleverser l'industrie du financement des *start-up* innovatrice. Une avancée spectaculaire des réformes en matière de régulations financière a eu lieu pour accommoder le développement d'un écosystème favorable à la finance participative. Cela concerne en particulier le développement de la finance participative avec souscription de titres ou *equity crowdfunding*. Ces réformes sont poussées par le souci de supporter une économie d'innovation compétitive. Elles sont marquées par une dérégulation en forme d'une série d'exception aux certaines règles de protection des investisseurs, l'augmentation des plafonds d'exceptions pour certaine transaction et bien d'autres présents dans le droit financier. Cette approche régulatrice permet ainsi le *crowdfunding* à trouver une niche dans la topographie économique actuelle. Malgré cela, ces réformes se révéleront dans le long terme insuffisant. Il est ainsi nécessaire de construire un système cohésif propre aux caractéristiques innovatrices et aux vertus du concept de *crowdsourcing* et les caractères distinctifs de *crowdfunding*. Une réforme de philosophie d'approche aux problèmes devrait donc être portée en forme de scission avec la logique du droit financier conventionnelle et l'emploi de la logique du *private equity*. L'approche actuelle d'amoindrissement de protectionnisme des investisseurs par l'imposition des limites de montant pouvant être investis pourrai être remplacé par une mise en perspective des risques aux investisseurs, une politique de diversification des investissements et une support à une coopération hybride entre les capital risqueurs professionnelles et les *crowdfunders* et enfin un support à la développement des portails d'information et des chaines d'échange d'information fondé sur le système « wiki » réduisant l'asymétrie d'information inhérent dans l'industrie de capital-risque. Cette nouvelle approche plus adapté sera en ligne avec l'application de la méthodologie du contrat incomplète plus adapté à la logique du *private equity* en contraste avec une logique de protection généralisé propre à la logique de bourse.

Donc, je propose à travers cette mémoire que le système française en particulier et le système européen intègre la perspective de la « sagesse des foules » dans la formulation de futures réforme juridiques dans le cadre du financement participatif. L'imposition obligatoire à la charge des plateformes de financement participative d'une chaîne de communication entre les investisseurs *crowdfund* tel que proposé dans la réglementation de SEC aux états unis et déjà pratiqué avec succès par une plateforme français pourra être une piste à suivre.

Bibliographie

Livres

- Banque Mondiale. 2013. Crowdfunding's Potential for the Developing world. Washington: Information for Development Progra, (infoDev).
- Bains, William. Venture Capital and the European Biotechnology Industry. 2009. (New York: Palgrave Mac Millan)
- B, Simon A., Schropp. 2009. Trade Policy Flexibility and Enforcement in the WTO. International Trade and Economic Law. Newyork: Cambridge University Press.
- Baudry, Bernard et Virgile Chassagnon. 2014. Les théories économiques de l'entreprise. Paris : Editions La Découverte
- Beetschen, Ariane, Anne Charvériat et al. 2010. Les holdings Guide Juridique et Fiscal. Dossiers Pratiques Francis Lefebvre. 5^e édition. Paris : Editions
- Bénicourt, E et B Guerrien, La théorie économique néoclassique – microéconomie, macroéconomie et théorie des jeux
- Bouteiller, christophe et catherine karyotis. 2013. L'essentiel du Private Equity et des LBO. 2^e édition. Paris : Gualino édition lextenso
- Caselli, Stefano. Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals. 2010. (Oxford: Elsevier)
- Cherif, Mondher. 2008. Le capital-risque. Paris : Edition Revue Banque
- Ferey, S, Histoire et méthodologie de l'analyse économique du droit contemporain
- D.D. Friedman, D.D, Law's Order – What Economics Has to Do With Law and Why It Matters, Princeton, (Princeton University Press: 2000).
- Dehorter, Nicolas. 2013. Crowdfudning Réussissez votre campagne. Strasbourg: Editeur Colligence.
- Demaria, Cyril. Introduction au private equity. 4^e édition. Paris : Revue Banque

- Grégoire, Michèle. 2013. Le droit Bancaire et Financier en Mouvement.
Bruxelles : Bruylant.
- Guilhon, Bernard et Sandra Montchaud. Le Capital-risque mécanisme de
financement de l'innovation. 2008. Paris : Lavoisier.
- Hart O et Moore. 1988. Incomplete contracts and renegotiations. *Econometrica*.
Vol. 56 no. 4. P. 755 – 786
- Hirshleifer, J, A Glazer et D. Hiershleifer, Microéconomie : théorie et
applications – Décisions, marchés, formation des prix et répartition des
revenues
- Horvilleur-Bars, Isabelle, Cécile Nguyen-Cluzel et al. Comment ouvrir son capital
à des investisseurs ? .Guide de gestion RF. 2^e édition. Paris : Groupe
Revue Fiduciaire
- Lachmann, Jean. 1999. Capital-risque. Paris : Economica
- Lawton, Kevin and Dan Marom. 2013. The Crowd-funding Revolution: How to
raise venture capital using social media. New York: Mc Graw Hill.
- Loilier, Thomas et Albéric Tellier. 2013. Gestion de l'innovation : comprendre le
processus d'innovation pour le piloter. 2^e édition augmentée. Pis : éditions
management et société.
- Mackaay, Ejan et Stéphane Rousseau, l'analyse économique du droit. 2008. 2^e
édition. Paris : Edition Dalloz
- Mougenot, Gilles. 2002. Tout Savoir sur le Capital Risque. 2^e édition. Paris :
Gualino éditeur
- Poitrinal, François-Denis. 2007. Le Capital Investissement Guide juridique et
fiscal. 3^e édition. Paris : Edition Revue Banque
- Posner, R.A. Economical Analysis of Law. 7th edition
- Roger, Nimrod Tafotie Youmsi. 2013. Build, Operate and Transfer: Modalité de
Partenariat Public-Privé Approche Law and Economics. Bruxelles: Edition
Larcier

- Röthler, David et Karsten Wenzlaff. 2011. Crowdfunding Schemes in Europe: EENC Report September 2011. European Expert Network on Culture (EENC)
- Ricordeau, Vincent. 2013. Crowdfunding Le financement participatif bouscule l'économie !. Paris : Edition Fype
- Sayer, Patrick et Maxime de Bentzmann. 2013. Les 100 Mots du Capital-Investissement. Paris : 1^{re} édition
- Schmidt, Daniel. 2009. Les Fonds de Capital Investissements Principes Juridiques et fiscaux. Paris : Gualino édition lextenso
- schwienbacher, Armin et Benjamin Larralde. Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. Book Chapter forthcoming in *Hanbook of Entreneurial Finance (Oxford University Press)*. Septembre 2010.
- Southwick, Karen. The Kingmakers Venture Capital and the Money Behind the Net. 2001. (Toronto: John Wiley & Sons Inc.)
- Stiglitz, J.E , C. E Walsh et D. Lafay. Principes d'économie moderne
- Stowell, David P. An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds and Private Equity The New Paradigm. 2010. (California: Elsevier)
- Surowiecki, James. 2005. The Wisdom of Crowds. New York: anchorbooks
- Tapscott, Don et Anthony D. williams. Wikinomics: How Mass Collaboration Changes Everything.

Journal

- . Ahlers, Gerrit K.C. Douglas Cumming et. al. Signaling in Equity Crowdfunding.
- Brasseul, Jacques. L'entrepreneur, figure centrale du capitalisme de marché. Problèmes économiques : comprendre le capitalisme. Edition Mars 2014 numéro 5. La documentation française. P. 42-51
- Brown, J Robert Jr. Selling Equity through crowdfunding : A Comment. Working Paper No. 14-11 University of Denver Sturm College of Law. P. 8

- Bulletin Joly Sociétés. 1 Novembre 2013 No. 11. No. 259. L'Innovation au service de capital-risque
- Coris, Marie. L'innovation au cœur de la dynamique capitaliste. Problèmes économiques : comprendre le capitalisme. Edition Mars 2014 numéro 5. La documentation française. P.36 – 41
- Groshoff, David. *Kickstarter My Heart : Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowdfunding constraints and Bitcoin Bubbles*. SSRN Draft per 1 Mars 2014. P.57
- Kaplan, Steven et Stromberg. 2001. Venture capitalists as principals: contracting, screening, and monitoring. National Bureau of Economic Research Working Paper.
- Kaplan, Steven. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital. The Center for Research in Security Prices Working Paper No. 513 Mars 2000. University of Chicago Graduate School of Business.
- Katarina, Stanoevska-Slabeva. Enabled Innovation: Instruments and Methods of Internet-based Collaborative Innovation. 1st Berlin Symposium on Internet and Society (2011).<http://berlinsymposium.org/sites/berlinsymposium.org/files/crowdsourcingenabledinnovation.pdf>
- Lauto, Giancarlo et Finn Valentin. 2014. Collective vs. Expert rationality for evaluation of new technologies in *crowdsourcing* initiatives. Essai à présenté dans la conférence de DRUID Society 2014 CBC Copenhague Juin 16-18. P. 17
- Leclair, Guillaume, Laurent aygun, et Clémence legout. La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 51, 19 Décembre 2013, 1709. « *Crowdfunding peut-on raisonnablement être associé avec la foule ?* »
- Martin, Thomas A. 2012. The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd. Willamette University College of Law. P. 5
- Mollick, Ethan et Ramana Nanda. Wisdom or Madness? Comparing crowds with Expert Evaluation in Funding the Arts. Harvard Business School working Paper 14-116 May 29 2014.
- Peppet, Scott R. Freedom of Contract in an Augmented Reality: The Case of Consumer Contracts. 59 UCLA Law Review 676 2012

Recueil Dalloz. Hebdomadaire 190^e année 12 Juin 2014. No. 21 / 7602^e pages 1193 à 1264. Financement participatif (« crowdfunding ») : publication d'une ordonnance

Xin Xu, Sean et Xiaoquan Michael Zhang. Impact of Wikipedia on Market Information Environment: Evidence on Management Disclosure and Investment Reaction. MIS Quarterly.

Lois et règlements

Code Monétaire et Financier

Code de Commerce

Directive 2010/73/UE du Parlement Européen et du conseil du 24 novembre 2010 modifiant le Directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au publique de valeur mobilières

Ministère de l'économie et des finances et le ministère de redressement productif. 2014. Dossier de presse : le projet de loi d'habilitation, simplification et sécurisation de la vie d'entreprises P.6

Ministère de l'économie et des finances. Projet d'ordonnance relative au financement participatif. NOR: EFIXI4O6454RJRose-1

Ordonnance no. 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif. JORF no. 0125 du 31 mai 2014 page 9075

Securities and Exchange Commission Proposed Rules Release Nos. 33-9470; 34-70741; File No. S7-09-13. P.11

Autres documents

Commission Européen. 27 Mars 2014. “Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union”. Communication from the Commission to The European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Com (2014) 172 Final.

Deloitte. 2013. « *Let's get together: crowdfunding portals bring in the bucks* ».

Ellenoff, Douglas S. Making crowdfunding credible. Round table

L'Agence Aquitaine du numérique. Le Financement Participatif, une alternative à la levée de fonds traditionnelle.

L'Autorité des Marchés Financiers et Autorité de contrôle Prudentiel. Guide du Financement Participatif (crowdfunding) à destination des plates-formes et des porteurs de projet. 1 Mai 2013

L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) emploie le terme Financement Participatif avec souscription de titres

FasterCures. Mars 2013. Fixes in Financing : Novel R&D Funding Models : Anatabio and WiSeed

FinPart. 2013. Respectives scopes of EU and national laws concerning crowdfunding operations : How to change legal framework at both levels. France version

PME Finance. Crowdfunding et TPE-PME Réflexions sur la consultation de place. 13 Novembre 2013.

PMEFINANCE.ORG. 14 Février 2014. Un Rapport de L'Observatoire des Entreprises. Financement Participatif des Entreprises : La Mise en Place d'un Cadre Règlementaire Propice.

Wisseed capital risque 2.0. Guide des entrepreneurs 2013-2014.

Crowdfunding France. 2012. Proposition d'Amendements Crowdfunding à la directive prospectus.

PME Finance. Crowdfunding et TPE-PME Réflexions sur la consultation de place. 13 Novembre 2013.

Internet

<http://www.bna.com/high-costs-of-sec-approach-would-stymie-success-of-crowdfunding-commenters-warn/>

<http://venturebeat.com/2014/01/02/it-might-cost-you-39k-to-crowdfund-100k-under-the-secs-new-rules/>