

Université Paris-Panthéon-Assas

école doctorale de Droit privé (ED6)

Thèse de doctorat en

soutenue le 1^{er} décembre 2023

**Le cadre juridique du financement des
start-up en France**

Thèse de Doctorat / 12/2023



Adam Stolcz

Sous la direction de Monsieur Thierry BONNEAU, Professeur à
l'Université Paris-Panthéon-Assas

Membres du jury :

Monsieur Thierry GRANIER, Professeur à l'Université Aix-Marseille,
Rapporteur

Monsieur Dominique LEGEAIS, Professeur à l'Université Paris Cité

Madame Pauline PAILLER, Professeur à l'Université Paris Cité, Rapporteur

Madame Myriam ROUSSILLE, Professeur l'Université du Mans

Avertissement

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Remerciements

A tout ceux qui m'ont soutenu, à ma famille et à mes amis.

En particulier, j'aimerais remercier Monsieur le Professeur Thierry Bonneau pour la confiance qu'il m'a accordée en ayant accepté de diriger mes travaux.

Je remercie également les conseils d'Anne Maréchal et le soutien et les conseils de Léa, Péter, Julien, Laetitia, Solène et Cathy.

Je souhaite enfin remercier Henri-Nicolas Fleurance pour sa confiance.

Résumé :

La thèse vise à examiner le cadre juridique du financement des *start-up* en France à travers l'étude de certains moyens de financement. Celle-ci comprend une analyse juridique comparée des moyens de financement ayant vu le jour avant la généralisation de l'internet (les moyens de financement traditionnels) et ceux étroitement liés à son apparition (nouveaux moyens de financement). Elle vise à déterminer si les nouveaux moyens de financement s'avèrent plus adaptés aux *start-up* que les moyens de financement traditionnels. Afin de répondre à cette question, l'étude propose d'identifier les insuffisances des moyens de financement traditionnels résultant de la structure de ces derniers ou du cadre juridique français et européen. Elle examine en outre les solutions qu'apportent les nouveaux moyens de financement à ces insuffisances. La thèse vise également, au-delà de l'analyse comparée des moyens de financement, à comprendre quelles sont les lacunes des cadres juridiques français et européen du point de vue du financement des jeunes entreprises innovantes. L'objectif est d'abord d'identifier les caractéristiques des *start-up* et leurs besoins propres. Puis, de mener une analyse approfondie de chaque moyen financement au regard du droit français et européen.

Descripteurs : Start-up, financement, droit financier, capital-investissement, financement participatif, jetons, droit bancaire, droit des marchés financiers

Title and Abstract :

The aim of this thesis is to examine the legal framework for *start-up* financing in France through a study of certain financing methods. This includes a comparative legal analysis of the means of financing that came into being before the widespread use of the Internet (traditional means of financing) and those closely linked to its emergence (new financing methods). The aim is to determine whether the new financing methods are better suited to *start-ups* than the traditional ones. In order to answer this question, the study proposes to identify the shortcomings of traditional financing methods resulting from their structure or from the French and European legal framework. It also examines the

solutions offered by new financing methods to these shortcomings. In addition to a comparative analysis of financing methods, the thesis also aims to understand the shortcomings of the French and European legal frameworks from the point of view of financing young innovative companies. The aim is first to identify the characteristics of *start-ups* and their specific needs. Then, to carry out an in-depth analysis of each financing method in terms of French and European law.

Keywords: start-up, financing, financial law, venture capital, crowdfunding, tokens, banking law, financial markets law

Principales abréviations

Abréviations usuelles

al.	alinéa
bull.	bulletin
comm.	commentaire
éd.	édition
etc.	et caetera (=et le reste)
Fasc.	Fascicule
<i>infra</i>	plus bas
n°	numéro
obs.	observation
op. cit.	opus citatum (=ouvrage cité)
p.	page
s.	suivant
spéc.	spécialement
rev.	revue
<i>supra</i>	plus haut
v.	voir
vol.	volume

Abréviations juridiques et financières

AMM	<i>Automated market maker</i>
ACPR	Autorité de contrôle prudentiel et résolution
ARD	<i>American Research and Development Corporation</i>

AFIC	Association française des Investisseurs en capital
AIFM	<i>Alternative Investment Fund Manager</i>
AMF	Autorité des marchés financiers
ANVAR	Agence nationale de valorisation de la recherche
APE	Appel public à l'épargne
Bull. Joly Bourse	Bulletin Joly Bourse
Bull. Joly Sociétés	Bulletin Joly Sociétés
BSA	Bon de souscription d'action
Bull. civ.	Bulletin des arrêts de la Cour de cassation
CA	Cour d'appel
Cass. ch. mixte	Chambre mixte de la Cour de cassation
Cass. civ.	Chambre civile de la Cour de cassation
Cass. req.	Chambre des requêtes de la Cour de cassation
Cass. soc.	Chambre sociale de la Cour de cassation
C. civ.	Code civil
CGI	Code général des impôts
CIP	Conseiller en investissement participatif
CIR	Crédit d'impôt recherche
COB	Commission des opérations de bourse
CESR	Centre for Strategy & Evaluation Services
CRR	<i>Capital Requirements Regulation</i>
CRBF	Comité de la réglementation bancaire et financière
D.	Recueil Dalloz/ Dalloz
DEX	<i>Decentralised exchange</i>

DICI	Document d’information clé pour investisseurs
Dr. Sociétés	Revue Droit des sociétés
DSA	<i>Digital services Act</i>
EDR	<i>European Depositary Receipt</i>
EIOPA	<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i>
Gaz. Pal.	Gazette du Palais
IFP	Intermédiaire en financement participatif
IOBSP	Intermédiaires en opérations de banque et en services de paiement
IPO	<i>Initial public offering</i>
IPEV	<i>International Private Equity and Venture Capital Valuation</i>
FCP	Fonds commun de placement
FCPI	Fonds commun de placement dans l’innovation
FCPR	Fonds commun de placement à risque
FEI	Fonds Européen d’Investissement
FIA	Fond d’investissement alternatif
FIP	Fonds d’investissement de proximité
FPCI	Fonds professionnel de capital investissement
FPS	Fonds professionnel spécialisé
EBA	<i>European Banking Authority</i>
ELTIF	<i>European Long Term Investment Fund</i>
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
EuVECA	<i>European Venture Capital Fund</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
JEI	Jeune entreprise innovante

JEU	Jeune entreprise universitaire
JCl.	Juris-classeur
JCP E	Juris-classeur périodique (Semaine juridique), édition entreprise
JCP G	Juris-classeur périodique (Semaine juridique), édition générale
JCP N	Juris-classeur périodique (Semaine juridique), édition notariale et Immobilière
JO	Journal officiel
KISS	<i>Keep it simple security</i>
JOUE	Journal officiel de l'Union européenne
L.G.D.J.	Librairie générale de droit et de jurisprudence
LME	Loi de modernisation de l'économie
LOI	<i>Letter of intent</i>
LPA	Les petites affiches
MAF	Modernisation des activités financières
MiCA	<i>Markets in Crypto-Assets</i>
MIF	<i>Markets in Financial Instruments</i>
MoU	<i>Memorandum of understanding</i>
OBSA	Obligations à bon de souscriptions d'actions
OCA	Obligation convertible en action
OEA	Obligation échangeable en action
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>
OFS	Organisme de financement spécialisé
OPA	Offre publique d'achat
OPC	Organisme de placement collectif
OPCVM	Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

ORA	Obligation remboursable en action
PACTE	Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises
PEA	Plan d'épargne action
PME	petites ou moyennes entreprises
PSFP	Prestataire de service de financement participatif
RBF	<i>Revenue based financing</i>
RDBF	Revue de droit bancaire et financier (depuis 2000)
RDC	Revue des contrats
Rép. civ.	Répertoire de droit civil Dalloz
Rev. proc. coll.	Revue des procédures collectives civiles et commerciales
Rev. soc.	Revue des sociétés
RTD civ.	Revue trimestrielle de droit civil
RTD com.	Revue trimestrielle de droit commercial
RTDF	Revue trimestrielle de droit financier
RTS	<i>Regulatory technical standards</i>
SA	Société anonyme
SAFE	<i>Simple agreement for future equity</i>
SARL	Société à responsabilité limitée
SAS	Société par actions simplifiée
SAAS	<i>Software as a service</i>
SASU	Société par actions simplifiée unipersonnelle
SATT	Sociétés d'Accélération du Transfert de Technologies
SCA	Société en commandite par actions
SCS	Société en commandite simple

SCI	Société civile immobilière
SCR	Société de capital risque
SIBA	Société d'investissement de <i>business angels</i>
SFI	Société financière d'innovation
SON	Systeme organisé de négociation
SLP	Société de libre partenariat
SPV	<i>Special purpose vehicle</i>
SNC	Société en nom collectif
SMN	Systeme multilatéral de négociation
SMNO	Systeme multilatéral de négociation organisé
TEG	Taux effectif global
VMDAC	Valeur mobilière composée donnant accès au capital

Sommaire

INTRODUCTION : LA DEFINITION DE LA *START-UP*

PREMIERE PARTIE : LES INSUFFISANCES DES MOYENS DE FINANCEMENT TRADITIONNELS DU POINT DE VUE DES *START-UP*

TITRE I : LES MOYENS DE FINANCEMENT INADAPTES AUX *START-UP*

Chapitre I : Le financement par le crédit bancaire : une difficulté d'accès à un moyen de financement essentiel

Section I : L'inadéquation du crédit bancaire aux objectifs des *start-up*

Section II : La réglementation des établissements de crédit et son impact sur le financement des *start-up*

Chapitre II : Le financement des *start-up* par offre au public de titres financiers : les contraintes et les opportunités d'un moyen de financement protéiforme

Section I : L'inadéquation relative de l'offre au public au financement des *start-up*

Section II : L'admission à la négociation : une réelle opportunité pour les *start-up* ?

TITRE II : LE CAPITAL INVESTISSEMENT, UN MOYEN DE ADAPTE MAIS INSUFFISANT POUR LE FINANCEMENT DES *START-UP*

Chapitre I : L'adéquation du capital-investissement au financement des *start-up*

Section I : Une adéquation résultant de certaines caractéristiques de l'opération et de la souplesse du droit français

Section II : Une adéquation renforcée par la diversité des titres employés dans le cadre d'une opération de capital-investissement

Chapitre II : L'accès limité des *start-up* au capital-investissement intermédié

Section I : L'importance du capital-investissement intermédié dans le financement des *start-up*

Section II : Les contraintes propres au financement des *start-up* par capital-investissement intermédié

**SECONDE PARTIE : LA REPONSE DONNEE PAR L'EVOLUTION TECHNOLOGIQUE AUX
INSUFFISANCES DES MOYENS DE FINANCEMENT TRADITIONNELS DU POINT DE VUE
START-UP**

**TITRE I : LES NOUVEAUX MOYENS DE FINANCEMENT FONDES SUR LES PRODUITS DE
FINANCEMENT TRADITIONNELS**

Chapitre I : Le *crowdlending* comme réponse à certaines insuffisances du crédit bancaire

Section I : L'émergence d'un nouveau moyen de financement adapté aux entreprises à risque

Section II : Un cadre juridique adapté au financement des entreprises à risque ?

**Chapitre II : Le *crowdequity* ou la démocratisation de l'investissement direct dans des titres de
capitaux non cotés**

Section : L'accessibilité aux particuliers des titres de capitaux non cotés émis par les *start-up*

Section II : Une réponse juridique face aux risques significatifs encourus par les particuliers

**TITRE II : LES NOUVEAUX MOYENS DE FINANCEMENT FONDES SUR LES NOUVEAUX
PRODUITS DE FINANCEMENT**

**Chapitre I : Le *reward based crowdfunding* : l'accès au financement des *start-up* en phase de
création**

Section I : Un moyen de financement adapté aux *start-up* en phase de création mais connaissant des fortes limitations

Section II : Une adéquation incertaine du cadre juridique français au financement par *reward based crowdfunding*

**Chapitre II : L'offre au public de jetons : un moyen de financement présentant des opportunités
pour les *start-up* et les risques pour les souscripteurs**

Section I : Des opportunités et des risques plus importants que le *reward based based crowdfunding*

Section II : Un cadre juridique allégé par rapport à celui applicable aux instruments financiers : quelle incidence sur le financement des *start-up* ?

ANNEXES :

ANNEXE 1 : PROJET LOI RELATIF AU FINANCEMENT DES JEUNES ENTREPRISES INNOVANTES

ANNEXE 2 : PROPOSITION DE REGLEMENT EUROPEEN MODIFIANT LES REGLEMENTS (UE) 2020/1503 ET (UE) 2023/1114

ANNEXE 3 : TABLEAU COMPARATIF RELATIF AUX DISPOSITIONS DU PROJET DE LOI RELATIF AU FINANCEMENT DES JEUNES ENTREPRISES INNOVANTES

ANNEXE 4 : TABLEAU COMPARATIF RELATIF AUX DISPOSITIONS REGLEMENT DU PARLEMENT EUROPEEN ET DU CONSEIL MODIFIANT LES REGLEMENTS (UE) 2020/1503 ET (UE) 2023/1114 (TEXTE PRESENTANT DE L'INTERET POUR L'EEE)

Introduction : la définition de la *start-up*

« *Consentir du crédit en faveur des valeurs d'avenir, financer l'évolution, telle est la fonction principale du marché monétaire ou du capital. L'évolution crée le crédit et à son tour il vit de l'évolution* »¹.

1 La *start-up*. Le mot *start-up* fait partie des expressions couramment utilisées dans un contexte d'entrepreneuriat et d'innovation. Il s'agit d'une notion aussi courante que difficile à définir. Ce mot est aujourd'hui employé pour désigner une catégorie très vaste d'entreprises allant bien souvent d'une petite et moyenne entreprise non encore immatriculée aux géants de la technologie. Cette notion semble englober aussi bien les sociétés cotées en bourse que les sociétés non cotées.

Étant donné son caractère protéiforme il convient d'abord de la définir tant d'un point de vue économique que d'un point de vue juridique (1§), pour ensuite examiner les formes sociales en qui semblent adaptées aux jeunes entreprises innovantes en droit français (2§). Nous aborderons par la suite les spécificités de financement des jeunes entreprises innovantes (3§).

1§) La définition économique et juridique de la start-up

2 L'expression « *start-up* ». L'expression « *start-up* » qui peut être traduite par « *jeune pousse* » en français désigne avant tout une réalité économique et ne dispose pas de définition juridique unique en droits français et européen. Dès lors, il est nécessaire d'aborder les caractéristiques économiques de cette notion (A) afin de tenter de la définir juridiquement à travers ses différents composants (B).

¹ SCHUMPETER J., *Théorie de l'évolution économique*, 1935, D., page 415.

A) La définition de la *start-up* au sens de la littérature économique et financière

3 Une entreprise en phase de démarrage avec un projet innovant et dotée d'un fort potentiel de croissance. L'expression *start-up* est employée avant tout pour désigner les sociétés, de toutes formes sociales, en phase de démarrage, dotées d'un projet innovant et technologique, et ayant un fort potentiel de croissance².

Les caractéristiques des *start-up* ont fait l'objet de nombreuses études. Il convient tout d'abord de souligner que les *start-up* constituent une sous-catégorie des entreprises innovantes et se distinguent de ces dernières uniquement du fait de leur fort potentiel de croissance qui reflète le succès de leur modèle économique³. Dans un souci de cohérence, notre étude assimile la notion de « *jeunes entreprises innovantes* » à celle de *start-up* et considère que ces petites entreprises innovantes bénéficient toutes d'un fort potentiel de croissance. Il convient, dans un premier temps d'aborder les différents attributs de la *start-up*, à savoir son caractère « *jeune* » et « *innovant* ».

Tout d'abord, pour être qualifiée de jeune entreprise innovante, la société concernée doit être en phase de démarrage. Cette notion est délicate à cerner car elle ne connaît pas de contours clairement délimités. Il est possible de considérer que les entreprises

² Ces caractéristiques sont similaires à celles évoquées au sein de l'ouvrage suivante : JACQUIN J., GAVINI C., GUELLEC J., HAAS S., *Des jeunes entreprises innovantes : une priorité de la croissance*, Commissariat Général du Plan, mars 2003, résumé.

³ Ibidem, p. 27. Sur le fort potentiel de croissance nous nous référons à la définition donnée par l'OCDE des entreprises de croissance « *high growth enterprises* ». (Sur ce point : OCDE, *Entrepreneurship at a Glance*, 2017, p. 90). La définition comporte des similarités avec la définition donnée par l'Eurostat (croissance du chiffre d'affaires annuel de 20% ou plus) : Eurostat, *Statistics Explained*, Glossary : *High-growth enterprise*. Sur les entreprises « *gazelles* » semblent correspondre à la définition des *start-up* : Eurostat, *Statistics Explained*, Glossary : *Gazelle*. La notion de la *start-up* entretient une relation forte avec la notion de l'hyper-croissance : il s'agit de la situation où les « *entreprises se voient leurs effectifs salariés augmentés d'au moins 20% ou de leur chiffre d'affaires doubler durant plusieurs années consécutives* » (sur ce point : Wafa KUADA S., ALDEBERT B., AMABILE S., « *L'hypercroissance des start-up n'est pas un long fleuve tranquille : rôle et place des structures d'accompagnement ?* » Congrès International Francophone en Entreprenariat et PME, octobre 2018, p. 1.)

traversent cette phase lors des premières années suivant leur création. Cette notion a toutefois été approfondie dans la littérature relative au capital investissement (ou *private equity* en anglais) que nous aborderons dans la présente introduction.

De nombreux auteurs mettent en avant l'innovation comme caractéristique principale de ces entreprises, au-delà de leur jeunesse. L'innovation entrepreneuriale peut prendre plusieurs formes : il peut s'agir de l'introduction d'une technologie radicalement nouvelle mais également de l'amélioration des produits ou modes d'organisation existants⁴.

Le *business model* des jeunes entreprises innovantes a donc pour fondement l'innovation. A cet égard il convient de souligner les besoins financiers très importants des *start-up* sur le court terme, qui sont dus aux dépenses effectuées en matière de recherche et de développement⁵. Ainsi, les *start-up* semblent différer des simples petites ou moyennes entreprises (« PME ») quant à leur *business model* : la gestion des jeunes entreprises innovantes requiert le partage ou même l'abandon du contrôle capitalistique de l'entreprise. En effet, la *start-up* doit faire intervenir des capitaux externes afin de financer son projet qui est généralement très coûteux. Ce modèle d'affaires particulier se caractérise fréquemment par l'intéressement de l'ensemble des salariés au développement de l'entreprise et par une délégation de pouvoir accrue et une réorganisation quasi-permanente des structures de l'entreprise. En outre, le *business model* des *start-up* se traduit également par une volonté de rendre leur produit accessible à l'échelle internationale afin de pouvoir atteindre un niveau de croissance plus élevé.

⁴ JACQUIN J., GAVINI C., GUELLC J., HAAS S., *Des jeunes entreprises innovantes : une priorité de la croissance*, op.cit., p. 25. Sur ce sujet : KHIARI S., KHELIL N., ZOUAOUI M., SMIDA A. « Représentations que se font les dirigeants de la performance de leur jeune entreprise technologique innovante (JETI). Approche exploratoire basée sur la cartographie cognitive », Rev. de l'Entrepreneuriat, Vol. 10, 2011/03, p.36., 1.1. (Ce dernier article se réfère à l'innovation de « rupture » comme critère de définition de la *start-up*).

⁵ CERVEAUX K. L., *Analyse de la pertinence du modèle du capital investissement*, thèse Université de la Réunion, 2014, p. 63.

La jeune entreprise innovante est soumise à un risque économique plus important que les PME dotées d'un modèle de développement traditionnel. Les aléas relatifs au modèle des *start-up* découlent des changements éventuels dans la structure du marché mais peuvent également résulter des modifications législatives et réglementaires. Le *business plan* des entreprises innovantes doit prendre en compte ces risques, bien qu'une grande partie des aléas reste difficilement mesurable⁶.

4 Une entreprise en phase de démarrage financée via le capital-investissement. La notion de *start-up* est également définie par la doctrine économique comme une phase du développement d'une entreprise financée par voie de capital-investissement ou par la voie du capital-risque⁷ (ou *venture capital* en anglais). L'expression « *capital-investissement* » correspond au processus de prise de participation dans une société dans le but de tirer un profit de son investissement après l'écoulement d'une période déterminée⁸. Le capital-risque, quant à lui consiste en l'investissement dans des capitaux de sociétés en phase de démarrage, ou *start-up*, au cours des premières années suivant leur création.

La phase de financement qui correspond au démarrage de l'entreprise, (appelée « *start-up* »), se compose de plusieurs étapes⁹. Si le nombre d'étapes peut varier d'auteur en

⁶ JACQUIN J., GAVINI C., GUELLC J., HAAS S., *Des jeunes entreprises innovantes : une priorité de la croissance*, op.cit., p. 25.

⁷ LACHMANN J., *Capital-risque et capital-investissement*, Economica, 1999, p. 30.

⁸ Le capital-investissement peut-être défini comme : « *form of professional investment that involves taking an ownership interest (equity) in a company and holding it private hands – as opposed to on a public stock exchange* » (definition accessible sur le site de l'Invest Europe via le lien suivant : <https://www.investeurope.eu/about-private-equity>) ou « *the provision of capital and management expertise given to companies to create value and, consequently, generate big capital gains after the deals* » (CASTELLI S., NEGRI G., *Private equity and Venture Capital In Europe, Markets, Techniques and Deals*, Elsevier, Academic Press, 2021, p. 4). L'AFIC définit le capital-investissement comme : « *Le métier du capital investissement consiste à prendre participation majoritaires ou minoritaires dans le capital de petites et moyennes entreprises généralement non cotés* » (AFIC, *Le Livre blanc du Capital Investissement, Renforçons nos PME-ETI*, avril 2012, p. 9).

⁹ Il convient toutefois distinguer les phases du capital-investissement des tours de financements qu'une *start-up* peut potentiellement recevoir (couramment appelés *series A, B, C*, etc.). Il est important de noter que plusieurs tours de financement peuvent avoir lieu au sein même d'une phase de développement (Sur ce point : MONDHIER C., *Ingénierie financière & Private equity*, Rev. Banque, 2003, p. 21).

auteur, une grande partie de la littérature distingue clairement deux ou trois périodes à l'intérieur de la phase *start-up*¹⁰.

La première est communément appelée *pre-seed* qui désigne une étape préalable à toute levée de fonds en capital et à une période dans la vie de l'entreprise où cette dernière ne dispose que d'un concept ou d'une idée de projet¹¹. La phase *seed* (ou d'amorçage) intervient également très en amont dans la création de l'entreprise, bien souvent avant la création de la personnalité morale. Pendant cette période, l'entreprise développe son produit mais ne le commercialise, en principe, pas¹². L'entreprise ne génère pas nécessairement de profit. Cependant, les coûts de la création pèsent déjà sur la trésorerie de la société en question. Cette situation financière risquée entraîne souvent l'échec du projet avant même le lancement du produit et est ainsi souvent désignée comme « *la vallée de la mort* »¹³. Le financement en phase *seed* intervient donc pour couvrir les dépenses parfois importantes pendant le démarrage de l'entreprise¹⁴ : soutenir les recherches de cette dernière et lui permettre de finaliser son produit. L'objectif est qu'au terme de la première phase de financement, l'entreprise devienne rentable¹⁵.

¹⁰ Plusieurs auteurs distinguent clairement le capital amorçage, création et post-crétion : LACHMANN J., *Capital-risque et capital-investissement*, op.cit., p. 30 et 31 ; HUY TO V., *Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital-risque français*, thèse. Université de Nancy 2, 2011, p. 27 ; PAULRE B., *Le capital-risque aux Etats-Unis : structure et évolution du système*, UMR Paris 1- C.N.R.S. 8595, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, 2003, p. 34. Certains auteurs opposent cependant capital-amorçage et capital-risque (le capital création et post création faisant dans ces parties de la même période) : CERVEAUX K. L., *Analyse de la pertinence du modèle du capital investissement*, op.cit., p. 65, sous-section 1.2 ; PREVOST F., *Entrepreneurs, quel private equity pour vous accompagner ?*, Rev Banque, 2009, p. 63 et 64.

¹¹ MUNDBJERG V., SIPARI J. *Pre-seed funding for technology start-ups – The process of acquiring funding*, Master thesis, Uppsala Universitet, 2017, p. 5, n°2.2.

¹² LACHMANN J., *Seed capital*, *Economica*, 1992, p. 14 et 15 ; PREVOST F., *Entrepreneurs, quel private equity pour vous accompagner ?*, op.cit., p. 64.

¹³ CERVEAUX K. L., *Analyse de la pertinence du modèle du capital investissement*, op.cit., p. 63.

¹⁴ Ibidem, p. 61, sous-section 1.1.

¹⁵ PREVOST F., *Entrepreneurs, quel private equity pour vous accompagner ?* op.cit., p. 64

Pendant les phases *pre-seed* et *seed* l'entreprise en question est susceptible de recevoir de l'aide financière de la part des proches (*bootstrapping*)¹⁶. Bygrave et Hunt ont baptisé ce canal de financement « 3F » (*family, friends and fools*)¹⁷, puisque l'entreprise obtient ses premiers financements généralement des proches des fondateurs ou plus rarement (en phase *seed*) de *business angels* prêts à accepter le risque très élevé qui découle de l'état naissant de l'entreprise¹⁸. Le financement participatif (qu'il s'agisse de *crowdequity* ou de *reward based crowdfunding*) ou encore les offres au public de jetons (ou *initial coin offerings*) peuvent également intervenir très en amont dans le lancement de la société et pourraient ainsi constituer une source de financement potentielle des entreprises en phase d'amorçage. Il existe également des fonds d'investissement et des *business angels* spécialisés dans l'investissement des entreprises en phase de création¹⁹.

Le capital-amorçage est suivi de la phase de capital-risque *stricto sensu*, qui constitue la phase *start-up* au sens strict, laquelle débouche sur le capital post-crédation, également appelé *early stage*. Ces périodes s'étendent généralement jusqu'à la deuxième ou la troisième année après la création de l'entreprise. Elles correspondent au début de la commercialisation du produit du client et s'étendent jusqu'à la validation commerciale de ce dernier²⁰. Il s'agit de périodes critiques dans la vie de la société en question qui doit passer « *d'une preuve de concept à la rentabilité*²¹ ». Ici, comme pendant la période d'amorçage, la société reste très vulnérable en raison d'une insuffisance de fonds propres²². Contrairement à la phase *seed*, les entreprises dans ces

¹⁶ MUNDBJERG V., SIPARI J., *Pre-seed funding for technology start-ups – The process of acquiring funding*, Master thesis, Uppsala Universitet, 2017, p. 6.

¹⁷ CERVEAUX K. L., *Analyse de la pertinence du modèle du capital investissement*, op.cit., p. 65, sous-section 1.1.

¹⁸ LACHMANN J., *Capital-risque et capital-investissement*, op.cit., p. 30.

¹⁹ LEVRATTO N., RAMADAN M., TESSIER L., *Les « business angels », révélateurs, plus que moteurs, de l'engagement des entreprises dans l'innovation, Business Angels and Innovation, a Double-Sided Relationship* », Rev. d'économie industrielle, 1er trimestre 2017.

²⁰ En ce sens : PREVOST F., *Entrepreneurs, quel private equity pour vous accompagner ?*, op.cit., p. 64

²¹ Ibidem., p. 64.

²² LACHMANN J., *Capital-risque et capital-investissement*, op.cit., p. 31 ; LACHMANN J., *Seed capital*, op.cit., p. 14.

deuxièmes et troisièmes phases disposent déjà d'un produit, parfois déjà prêt à être commercialisé, et sont ainsi plus susceptibles de recevoir des investissements que lors de la période d'amorçage²³. Le montant des sommes investies est également plus élevé pendant la deuxième et troisième phases de développement.

Les phases *pre-seed*, *seed* et *early stage* constituent ensemble le capital-risque au sens large qui se distingue ainsi du capital-investissement²⁴. Ce dernier englobe en plus des phases précitées, le capital-développement²⁵, le capital-transmission²⁶ et le capital-retournement²⁷. Les trois dernières étapes ne font cependant pas l'objet de cette étude puisqu'elles ne sont pas destinées aux jeunes entreprises mais à des entités déjà bien établies.

B) La définition de la *start-up* au sens des droits français et européen

5 La distinction entre PME et *start-up* sur le plan juridique. La *start-up* semble une notion essentiellement économique. Cela est également reflétée par le droit français européen qui ne donnent pas de définition claire de cette catégorie d'entreprises. Ces cadres juridiques définissent en revanche clairement les PME.

²³ CERVEAUX K. L., *Analyse de la pertinence du modèle du capital investissement*, op.cit., p. 61 à 65 (Sous-section 1.1) ; J. Jacquin, *Jeunes entreprises innovantes*, Documentation Française, juin 2003, p. 108.

²⁴ CERVEAUX K. L., *Analyse de la pertinence du modèle du capital investissement*, op.cit., p. 65, sous-section 1.2.

²⁵ Également appelé phase d'expansion ou *later stage*. Lors de ce stade l'entreprise est susceptible de devenir, dans un cas idéal, profitable. (HUY TO V., *Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital-risque français*, op.cit., p. 27).

²⁶ Il s'agit de l'organisation de la transmission de l'entreprise ou le *buyout* (HUY TO V., *Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital-risque français*, op.cit. p. 27).

²⁷ Pour plus de précisions sur cette phase : TRABLESI D., *Capital-risque, fonctionnement, sortie par introduction en bourse, investissement séquentiel et financement de l'innovation*, thèse, Université Paris I Panthéon-Sorbonne, 2011, p. 30 et 31 ; PREVOST F., *Entrepreneurs, quel private equity pour vous accompagner ?*, op.cit., p. 63 et 64 ; MONTERO X., *Introduction au private equity*, Rev. Banque, 2006, p. 53 à 78.

L'existence d'une définition juridique de la PME présente une utilité double. Cette définition crée une catégorie juridique permettant d'englober l'ensemble des jeunes entreprises innovantes. Par ailleurs, cette définition fournit, comme nous le verrons, le fondement des différents textes qui définissent la *start-up* en droit français et européen.

6 La définition européenne de PME. La Commission européenne a défini la notion de PME pour la première fois dans une recommandation publiée en 1996²⁸. Cette recommandation a été par la suite remplacée par un nouveau texte en 2003²⁹. La définition donnée par la recommandation a lié l'obtention du statut PME à des critères financiers (chiffre d'affaires et bilan annuel) et à des critères relatifs aux nombres de personnes employées. Cette recommandation n'a toutefois mené qu'à une harmonisation juridique relativement restreinte à l'échelle européenne³⁰. Les États membres peuvent, en effet, instaurer des définitions nationales divergentes, ou utiliser la définition européenne toute en appliquant des critères différents. Ils doivent néanmoins tenir compte du fait que le cadre juridique européen et les différents programmes et projets européens, se réfèrent toujours à la définition donnée par la recommandation³¹. Ainsi, en matière de droit de la concurrence, s'agissant d'un

²⁸ Recommandation de la Commission, du 3 avril 1996, concernant la définition des petites et moyennes entreprises (96/280/CE).

²⁹ Recommandation de la Commission du 6 mai 2003 concernant la définition des micro, petites et moyennes entreprises (2003/361/CE).

³⁰ SYLVEST J., SORENSEN S. Y., RZEPECKA J., MOBILIO L., KILIC L., GOUBET M., *Supporting Study for the evaluation of the SME Definition, Final Evaluation Report*, 30 November 2018, p. 14. Nous notons néanmoins que 17 États membres utilisent la définition en reprenant ses critères principaux : European Commission, *Evaluation of Recommendation of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium sized enterprises (2003, 361/EC), Commission staff working document*, Brussels 28 September 2021, p. 8. Nous notons également que la définition actuelle semble toujours présenter un outil efficace pour identifier les PME au sein de l'Union européenne : European Commission, *Evaluation of Recommendation of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium sized enterprises (2003, 361/EC)*, op.cit., p. 60, n°6.5.

³¹ SYLVEST J., SORENSEN S. Y., RZEPECKA J., MOBILIO L., KILIC L., GOUBET M., *Supporting Study for the evaluation of the SME Definition, Final Evaluation Report*, op.cit., p. 14. Sur le cadre juridique européen en général : European Commission, *Evaluation of Recommendation of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium sized enterprises (2003, 361/EC)*, op.cit., p. 45. La recommandation encourage à l'emploi systématique de la définition de PME européen dans le cadre juridique européen résulte de l'article 8 de l'Annexe de la Recommandation de la Commission du 6 mai 2003 concernant la définition des micro, petites et moyennes entreprises (2003/361/CE).

domaine d'harmonisation complet, c'est la définition issue de la recommandation qui est employée. Le règlement d'exemption par catégorie n° 651/2014 détaille dans son Annexe I les conditions du statut de PME telles que décrites dans la recommandation de la Commission européenne. La définition actuelle, qui a été reprise en droit français³², distingue micro, petites et moyennes entreprises.

« La catégorie des micro, petites et moyennes entreprises (PME) est constituée des entreprises qui occupent moins de 250 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 50 millions EUR ou dont le total du bilan annuel n'excède pas 43 millions EUR.

2. Dans la catégorie des PME, une petite entreprise est définie comme une entreprise qui occupe moins de 50 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel ou le total du bilan annuel n'excède pas 10 millions EUR.

3. Dans la catégorie des PME, une microentreprise est définie comme une entreprise qui occupe moins de dix personnes et dont le chiffre d'affaires annuel ou le total du bilan annuel n'excède pas 2 millions EUR³³. »

³² Le droit français reprend quant à lui les critères employés dans la recommandation de la Commission européenne concernant la définition des micro, petites et moyennes entreprises. Le décret du 18 décembre 2008 (décret n° 2008-1354 du 18 décembre 2008 relatif aux critères permettant de déterminer la catégorie d'appartenance d'une entreprise pour les besoins de l'analyse statistique et économique) dans son article 3 précise les critères permettant de classer une entreprise dans deux différentes catégories :

« La catégorie des microentreprises est constituée des entreprises qui :

— d'une part occupent moins de 10 personnes ;

— d'autre part ont un chiffre d'affaires annuel ou un total de bilan n'excédant pas 2 millions d'euros.

La catégorie des petites et moyennes entreprises (PME) est constituée des entreprises qui :

— d'une part occupent moins de 250 personnes ;

— d'autre part ont un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 50 millions d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 43 millions d'euros ».

³³ Règlement (UE) n° 651/2014 de la Commission du 17 juin 2014 déclarant certaines catégories d'aides compatibles avec le marché intérieur en application des articles 107 et 108 du traité, Annexe I, article 2.

L'objectif du législateur européen, comme cela est clairement énoncé dans les rapports sur l'évaluation de la définition européenne des PME³⁴, était de créer une définition juridique afin d'encadrer les aides financières à destination des PME et plus largement le financement de ces dernières. Conformément à cet objectif, les articles 21 et 22 du règlement d'exemption par catégorie exemptent de la qualification d'aide d'État les aides versés à destination des jeunes pousses et celles ayant pour objectif le financement des risques en faveur des PME³⁵.

Nous noterons enfin que la définition donnée par le législateur européen semble favoriser le financement des PME par voie de capital-risque³⁶, qui est, comme nous l'avons évoqué plus tôt, l'un des moyens principaux du financement des *start-up*.

³⁴ CESR, *Final Report, Evaluation of the SME Definition*, September 2012, p. 21. SYLVEST J., SORENSEN S. Y., RZEPECKA J., MOBILIO L., KILIC L., GOUBET M., *Supporting Study for the evaluation of the SME Definition, Final Evaluation Report*, op.cit., p. 19, n°2.2.

³⁵ Règlement (UE) n ° 651/2014, articles 21 et 22.

³⁶ La capital-investissement est, en effet, pris en compte dans détermination de l'indépendance de l'entreprise. En effet, en vertu du règlement d'exemption 651/2014 et de la position recommandation 6 mai 2003 une société peut être qualifiée de PME si le montant de son chiffre d'affaires et celui de son bilan annuel restent en dessous d'un certain seuil. Cependant, en principe, les entreprises doivent prendre en compte dans le calcul les données financières des investisseurs extérieurs (qualifiés d'entreprises partenaires ou d'entreprises liées) dont les données s'ajoutent aux résultats des entreprises souhaitant bénéficier du statut PME. Il s'agit d'une entreprise partenaire si la détention est inférieure à 50% du capital ou des droits de vote de l'autre entreprise cible et d'une entreprise liée si la détention dépasse 50%. En présence d'une entreprise partenaire, « *l'entreprise considérée doit ajouter à ses propres données une proportion des effectifs et des données financières de l'autre entreprise pour déterminer son éligibilité au statut PME.* » Si l'entreprise en question est une entreprise liée, celle-ci « *doit ajouter à ses propres données 100% des données de l'entreprise liée pour déterminer si elle respecte les critères des effectifs et l'un des seuils financiers de la définition* » (Commission européenne, *Guide de l'utilisateur pour la définition des PME*, 2017, février 16, p. 21). La définition européenne prévoit, en revanche, que l'entreprise est considérée comme indépendante si le détenteur de la participation, inférieure à 50%, est une société publique d'investissement ; un fonds de capital-risque ; un investisseur institutionnel ; un *business angel* ou un centre de recherche universitaire sans but lucratif (Commission européenne, *Guide de l'utilisateur pour la définition des PME*, op.cit., p. 17).

1) *La start-up en droit européen*

7 L’absence de définition en droit européen. Dans un premier temps, il est nécessaire de souligner que le droit européen ne confère pas de statut indépendant à cette catégorie d’entreprises similaire à celui de la PME.

Si la recommandation 2003/61 ne traite pas de la définition des *start-up*, la Commission européenne, dans trois publications, le *Small Business Act*³⁷ ; la revue du *Small Business Act*³⁸ et la publication intitulée « *Les Grands Acteurs de Demain*³⁹ » mentionne tout de même les *start-up* comme des « *entreprises à forte croissance*⁴⁰ » qui contribuent à l’innovation ou sont elles-mêmes innovantes. Toutefois, ces textes n’ont pas pour vocation de mettre en place une définition ayant une force obligatoire.

Le règlement d’exemption par catégorie de 2014 fait également mention des jeunes pousses dans son article 22 afin d’exempter les aides destinées à ces dernières de la qualification d’aide d’État sous condition d’application de certains seuils. La définition de jeunes pousses donnée par le règlement reste cependant relativement large et ne correspond pas nécessairement à la définition d’une *start-up*. En effet, il s’agit de sociétés « *non cotées, enregistrées depuis un maximum de cinq ans, qui n’ont pas encore distribué de bénéfices et qui ne sont pas issues d’une concentration* ».

³⁷ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, Comité économique et social européen et au Comité des régions, « *Think Small First* »: Priorité aux PME - Un « *Small Business Act* » pour l’Europe » SEC(2008) 2101, SEC(2008) 2102, COM/2008/0394, final.

³⁸ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions Réexamen du « *Small Business Act* » pour l’Europe, COM/2011/0078 final

³⁹ Avis du Comité économique et social européen sur la « *Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions — Les grands acteurs de demain : l’initiative en faveur des start-up et des scale-up* » (2017/C 288/03), 31 août 2017

⁴⁰ Avis du Comité économique et social européen sur la « *Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions — Les grands acteurs de demain : l’initiative en faveur des start-up et des scale-up* », op.cit., n°1

L'article fait cependant mention des petites entreprises innovantes qui peuvent bénéficier d'un seuil deux fois plus élevé que celui applicable au reste des jeunes pousses. La disposition semble ainsi tout de même faire référence aux *start-up* qu'elle considère être des petites entreprises innovantes. Si le règlement mentionne les petites entreprises innovantes, le caractère innovant de ces entreprises ne fait pas l'objet d'explications supplémentaires, et il demeure, dès lors, relativement vague.

Enfin, les textes relatifs aux fonds européens du capital-risque ne font pas référence aux *start-up* ou jeunes entreprises innovantes, contrairement aux textes de droit français. De plus, le règlement EuVECA n'emploie aujourd'hui plus la définition de la PME donnée par la recommandation du 6 mai 2003⁴¹.

2) *La start-up en droit français*

8 L'existence du statut de jeune entreprise innovante en droit français. En droit français, contrairement au droit européen, les PME innovantes disposent d'une définition particulière et peuvent être définies à travers le statut jeune entreprise innovante (« JEI »). Les conditions liées à l'obtention de ce statut tiennent bien compte du caractère innovant de l'entreprise.

⁴¹ Jusqu'en 2017, le Règlement EuVECA imposait notamment aux fonds d'investissement tombant dans son champ d'application que les 70% des actifs détenus par ces derniers soient des titres de capital de PME (Règlement (UE) n ° 345/2013 du Parlement européen et du Conseil du 17 avril 2013 relatif aux fonds de capital-risque européens, article 3, d). Depuis l'adoption du règlement 2017/1991 (Règlement (UE) 2017/1991 du Parlement européen et du Conseil du 25 octobre 2017 modifiant le règlement (UE) no 345/2013 relatif aux fonds de capital-risque européens et le règlement (UE) no 346/2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens), le critère pour qualifier une entreprise de PME au sens du Règlement EuVECA est uniquement lié au nombre de personnes employées par la société (les entreprises n'excédant pas le seuil de 500 employés tombent dans catégorie de PME). Si cette modification semble justifiée sur le plan pratique (et s'explique par la volonté d'élargir les actifs éligibles au sein d'un fonds EuVECA rendant ainsi le dispositif plus accessible), elle reste critiquable dans la mesure où elle ne vise plus nécessairement les PME au sens du droit européen. Or, l'objectif du règlement est précisément la promotion du capital-risque, qui est un financement accordé aux entreprises en phase de démarrage (Règlement (UE) 2017/1991, consid. 21).

Pour être qualifiée de PME (au sens du règlement d'exemption 651/2014), les sociétés concernées doivent être créées depuis moins de 8 ans, réaliser des dépenses de R&D à hauteur de 15% minimum des charges et être détenues en pour au moins 50% par des personnes physiques (ou par des personnes morales qui sont elles-mêmes détenues à hauteur de 50% par des personnes physiques) et ne pas être créées dans le cadre d'une concentration, d'une restructuration ou d'une extension d'activité⁴².

Les bénéficiaires du statut peuvent notamment obtenir une exonération de l'impôt sur les bénéfices⁴³ et le remboursement de crédit impôt recherche⁴⁴.

Nous notons enfin que le droit français définit, outre la jeune entreprise innovante la jeune entreprise universitaire (« JEU »), qui peut être considéré comme une variante des *start-up*⁴⁵.

⁴² Article 44 sexies-0 A du Code général des impôts. Sur ce point : BIC - Champ d'application et territorialité - Exonérations - Entreprises exerçant une activité particulière - Jeunes entreprises innovantes et jeunes entreprises universitaires, BOI-BIC-CHAMP-80-20-20, date d'actualisation ; 4 mars, 2020 ; Service-Public.fr, *Jeune entreprise innovante ou universitaire (JEI-JEU)*, date d'actualisation : 1 mai 2023. Il est par, ailleurs, intéressant de noter que le statut jeune entreprise universitaire semble correspondre aux projets *spin-off*, des *start-up* issues des projets universitaires, définis dans la présente introduction.

⁴³ Article 44 sexies A, I, 1. du Code général des impôts. BIC - Champ d'application et territorialité - Exonérations relatives aux jeunes entreprises innovantes (JEI) - Portée et calcul des allègements fiscaux, BOI-BIC-CHAMP-80-20-20-20, 22 avril 2020, n°20.

⁴⁴ Article 244 quater B du Code général des impôts. Voir également : BIC - Champ d'application et territorialité - Exonérations relatives aux jeunes entreprises innovantes (JEI) - Portée et calcul des allègements fiscaux, BOI-BIC-CHAMP-80-20-20-20, 22 avril 2020, n°50 et s.

⁴⁵ Les JEU constituent une variante des JEI. Ce statut, qui trouve également sa source légale au sein de l'article Article 44 sexies-0 A du Code général des impôts impose des conditions différentes aux candidats. Les JEU doivent notamment être dirigées ou détenues à au moins 10 % par un étudiant remplissant certaines conditions précisées au sein de l'article 44 sexies-0 A, 3, b) du Code général des impôts. En outre, l'activité principale de la société doit être la valorisation des travaux de recherches auxquels les dirigeants de la société ou les associés ont participé (article 44 sexies-0 A, 3, b) du Code général des impôts). Sur les conditions de l'obtention du statut JEU : BIC - Champ d'application et territorialité - Exonérations - Entreprises exerçant une activité particulière - Jeunes entreprises innovantes et jeunes entreprises universitaires, BOI-BIC-CHAMP-80-20-20, op.cit. (n°410 et s. sur les conditions tenant à la valorisation des travaux de recherche).

9 Les références aux PME innovantes dans le contexte du capital-investissement.

Les règles françaises régissant les fonds de capital-investissement font, dans la majorité des cas, référence à la définition de PME s'agissant des actifs éligibles dans le portefeuille des fonds en question.

L'article L.214-30 du Code monétaire et financier⁴⁶ relatif aux fonds communs de placement dans l'innovation (« FCPI ») et l'article L.214-31⁴⁷ du même code portant sur les fonds d'investissement de proximité (ou « FPI ») font référence à la définition PME fournie par le règlement d'exemption par catégorie 651/2014.

S'agissant des FCPI, l'actif de ces fonds doit obligatoirement être constitué à hauteur de 70% minimum de titres financiers ou des parts de SARL, non admis à la négociation sur le marché réglementé ou organisé.

Les titres financiers ou parts éligibles au portefeuille d'un FCPI doivent, par ailleurs, être émis par des PME innovantes dont les caractéristiques sont définies par l'article L.214-30 du Code monétaire et financier régissant les actifs éligibles au portefeuille d'un FCPI.

L'article exige que les charges d'exploitations des sociétés dont les titres sont concernés correspondent à des dépenses de recherches dont les modalités sont définies par le Code général des impôts⁴⁸ ou que l'entreprise soit « *capable de démontrer qu'elle développe ou développera dans un avenir prévisible des produits, services ou procédés neufs ou substantiellement améliorés par rapport à l'état de la technique dans le secteur considéré et qui présentent un risque d'échec technologique ou industriel* »⁴⁹. La réglementation relative aux FCPI pose donc une définition *ad-hoc* des jeunes entreprises innovantes.

⁴⁶ Article L.214-30, I, 1°, a) du Code monétaire et financier.

⁴⁷ Article L.214-31, I, 2° du Code monétaire et financier.

⁴⁸ Article L.214-30, I, 1°, c) du Code monétaire et financier renvoi à l'article 244 quater B du Code général des impôts.

⁴⁹ Article L.214-30, I, 1°, c) du Code monétaire et financier. Plus de détails sur les règles d'investissement des FCPI : *infra* n°218 et s.

2§) *Les formes sociales adaptées aux start-up*

10 Une limitation indispensable de la responsabilité des associés et des dirigeants.

Outre la définition de la *start-up* il convient de s'attarder sur les différentes formes sociales qu'une jeune entreprise innovante est susceptible d'adopter en droit français. Afin de déterminer quelles formes sociales s'avèrent les plus adaptées aux *start-up* il est nécessaire de prendre en compte les risques qui sont propres aux jeunes entreprises innovantes et notamment l'absence de trésorerie qui caractérise cette catégorie bien particulière de société⁵⁰.

Étant donné le caractère risqué de la *start-up* les formes sociales ne permettant pas de limiter la responsabilité des associés s'avèrent inadaptées aux jeunes entreprises innovantes.

Parmi les sociétés commerciales, il en est ainsi de la société en nom collectif (« SNC »), de la société en commandite simple (« SCS »), ainsi que de la société en commandite par actions (« SCA »), dont les associés sont « *indéfiniment et solidairement responsables des dettes sociales* »⁵¹. Tandis que dans les formes sociales citées ci-avant les associés sont responsables du paiement de l'intégralité des dettes sociales en as à la cessation de paiement⁵², au sein des sociétés anonymes (ou « SA »), des sociétés par actions simplifiée (ou « SAS »), ou encore au sein des sociétés à responsabilité limitée (« SARL »), la responsabilité des associés se limite au montant de leurs apports⁵³.

⁵⁰ Ces points sont abordés plus en détail au sein des du point C de la présente introduction.

⁵¹ Article L.221-1, al. 1. du Code de commerce pour la SNC et l'article L.226-1, al. 1. du Code de commerce pour la SCA où seuls les associés commandités sont indéfiniment et solidairement responsables des dettes sociales.

⁵² LASERRE CAPDEVILLE J., DE RAVEL D'ESCLAPON T., « *Société en nom collectif* », Étude Joly Sociétés, 15 juin 2022, n°12

⁵³ Pour la SARL : L.223-1, al. 1 du Code de commerce et L.225-1, al. 1 du Code de commerce pour la SA et L.227-1, al. 1 du Code de commerce pour la SAS.

11 Une prise en compte nécessaire du montant du capital social initial. Le capital social est un facteur important à prendre en compte dans le cadre de la constitution d'une société qui dispose d'une trésorerie limitée. Sur ce point, les SAS et ainsi que SARL bénéficient d'un avantage vis-à-vis de la SA.

Il convient de rappeler que le capital social minimal requis pour la constitution d'une SAS était auparavant défini par les règles applicables aux SA sous le régime mis en place par la loi de 1994⁵⁴. De plus, et jusqu'à la loi « Allègre » de 1999⁵⁵, la SAS connaissait une contrainte majeure concernant la qualité de ses actionnaires. Ces derniers étaient, en effet, obligatoirement des personnes morales dotées d'un capital social égal à un million et demi francs au moins ⁵⁶.

D'importants allègements sont intervenus cependant à travers à la suite de l'adoption de la loi de modernisation de l'économie (ou loi « LME »), qui a actualisé cette forme sociale permettant aux associés de fixer librement le montant de capital social⁵⁷. Contrairement aux SA, qui sont tenues de constituer un capital social minimal important (de 37 000 euros)⁵⁸, les SAS s'avèrent donc, eu égard à leurs contraintes capitalistiques moindres, un outil répondant davantage aux besoins de jeunes entreprises innovantes que les SA.

⁵⁴ Loi n° 94-1 du 3 janvier 1994 instituant la société par actions simplifiée, article 1. Voir également : ancien article 262 de la loi no 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales devenu article L.227-1 du Code de commerce.

⁵⁵ Loi n°99-597 sur l'innovation et la recherche, dite « Allègre », article 3.

⁵⁶ Loi n° 94-1 du 3 janvier 1994 instituant la société par actions simplifiée article 1. Sur ce point : GERMAIN M., PERIN P.-L., AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées, Création, Constitution directe d'une société nouvelle* », JCl. Sociétés Traité, Fasc. 155-110, date d'actualisation : 1^{er} juillet 2019, n°2.

⁵⁷ Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie, article 59, I, 3°. Sur ce point : GERMAIN M., PERIN P.-L., AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées, Création, Constitution directe d'une société nouvelle* », op.cit., n°7.

⁵⁸ Article L.224-2, alinéa 1er du Code de commerce. Sur les discussions autour du capital social minimale pour une SAS : AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées, Création et statut des associés* », Fasc. 1532, JCl. Commercial, date d'actualisation. : 10 avril 2018, n°1.

La SARL a connu par ailleurs une évolution favorable similaire à celle de la SAS. Sous l'empire de la loi de 1985⁵⁹, le capital social minimum de la SARL était de 50 000 francs⁶⁰. Celui-ci a en outre été porté à 7500 euros par l'ordonnance du 19 septembre 2000⁶¹. La loi du 1^{er} août 2003 a par ailleurs supprimé cette exigence de capital minimum, et a permis la libre fixation du montant du capital social par les statuts⁶².

Il convient enfin de rappeler que d'autres facteurs doivent également être pris en compte lors de la constitution d'une *start-up* au regard du moyen de financement choisi, et notamment la libre cessibilité des titres sociaux, la possibilité ou non de procéder à une offre au public de titres (nous aborderons au sein des chapitres dédiés à chaque moyen de financement).

3§) *Les caractéristiques du financement des start-up*

12 Les risques et les avantages du financement des *start-up*. Nous aborderons lors des développements à venir les particularités du financement de ce type d'entreprise et notamment quels sont les risques et les potentielles caractéristiques positives du financement d'une *start-up*, du point de vue des entreprises et des investisseurs. S'agissant des risques, il convient de mettre en avant deux aspects : les caractères jeune et innovant de l'entreprise en question (1). Au regard des avantages liés au financement d'une *start-up*, il convient de faire mention du fort potentiel de croissance de cette catégorie d'entreprise (2).

⁵⁹ Loi n° 84-148 du 1 mars 1984 relative à la prévention et au règlement amiable des difficultés des entreprises, article 1.

⁶⁰ Ancien article 35, al. 1 de la loi n°66-536 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, devenu article L.223-2, al.1 du Code de commerce.

⁶¹ Ordonnance n° 2000-916 du 19 septembre 2000 portant adaptation de la valeur en euros de certains montants exprimés en francs dans les textes législatifs, article 5.

⁶² Loi n° 2003-721 du 1er août 2003 pour l'initiative économique (la liberté actuelle résulte de l'article L.223-2 du Code de commerce), article 1.

1) Le financement d'une entreprise à risque

13 Les risques résultant de la jeunesse de l'entreprise. Premièrement, le financement est destiné à une entreprise jeune et de petite taille qui ne dispose généralement pas de suffisamment de trésorerie ou de fonds propres pour développer son produit. La valorisation des produits développés par les *start-up* semble par ailleurs difficile en raison de l'insuffisance d'informations concernant le projet et le modèle économique⁶³ mais aussi en raison des actifs sur lesquels son modèle d'affaires est basé⁶⁴.

14 L'absence de trésorerie suffisante. L'absence d'une trésorerie suffisante et le risque de défaut élevé constituent un premier point commun entre les *start-up* et le financement de cette catégorie d'entreprises. Si cet aspect est transposable à toutes les PME, il est particulièrement présent dans le financement des entreprises innovantes en raison de l'incertitude quant à la qualité du produit que ces dernières souhaitent développer et de leurs besoins financiers, susceptibles d'être particulièrement élevés⁶⁵.

L'incertitude des *cash flows* constitue également un élément majeur dans l'analyse des aspects communs des *start-up* d'un point de vue financier⁶⁶. Les *start-up* souhaitant développer un produit, souvent coûteux, doivent généralement tenir compte des coûts de lancement élevé et ont ainsi besoin d'un investissement extérieur avant que leur produit ne soit prêt à être commercialisé.

L'absence de certitude concernant les éventuels flux de trésorerie résulte du fait que les *start-up* ne disposent, en principe, pas encore de produit prêt à la commercialisation (souvent en phase de conception), ce qui augmente le risque financier des projets

⁶³ Sur le cas du modèle des e-commerces : SHAW M. A., « *Entreprise Valuation and Modern E-Business* », SSRN Electronic Journal, 5 June 2019, p. 5.

⁶⁴ DAMODARAN A., « *Valuing Young, Start-up and Growth Companies : Estimation Issues and Valuation Challenges* », SSRN Electronic Journal, June 2009, p. 5 à 15.

⁶⁵ AUSIANDRA Y., *Évolution institutionnelle du capital risque dans un environnement web 2.0*, thèse, Université de Strasbourg, 2017, p. 24, n°12 ; KERR R. William, NANDA Ramana, « *Financing innovation* », National Bureau of Economic Research, Working paper 20676, 2014, p.13 et 14, n°4.2.

⁶⁶ MONDHIER C., *Ingénierie financière et private equity*, Rev. Banque, 2003, p. 18.

innovants en question. Les *start-up* ont, en effet, besoin de financement pour pouvoir développer leur produit (qui peut également nécessiter des compétences spécifiques et coûteuses). Le lancement du produit et la finalisation des études de marché nécessaires s'effectuent au cours de la phase *start-up* et se terminent en *early stage*. Cependant, l'entreprise n'obtient un retour sur investissement que dans la phase de développement. Ainsi, les problématiques liées à l'incertitude du *cash flow* restent communes aux entreprises en *early stage* et aux *start-up*.

15 L'insuffisance d'informations concernant le projet. Un risque majeur, propre au financement des *start-up*, est l'asymétrie d'information, qui très élevée vis-à-vis de l'entreprise financée si cette dernière présente un caractère innovant. Ce risque a été mis en lumière par la bulle internet et la crise *dot-com* ayant eu lieu en 2001⁶⁷.

L'une des conséquences majeures de l'absence de bonne information des investisseurs est la difficulté de la valorisation des titres financiers des *start-up*, en raison du caractère incorporel des produits commercialisés⁶⁸. En effet, au début de leur développement, les jeunes entreprises innovantes ont souvent à leur actif des éléments incorporels (logiciels, études, brevets)⁶⁹, tandis qu'elles manquent d'actifs corporels (patrimoine immobilier ou stocks par exemple). Cela rend leur valorisation très délicate puisque l'évaluation des actifs incorporels, fréquemment liés à une technologie numérique, demande une connaissance approfondie dans le domaine concerné par l'innovation. Pour la valorisation des *start-up* « *les diplômes requis sont d'une double nature : financière et technologique*⁷⁰ ».

Les créateurs de jeunes entreprises innovantes sont par ailleurs fréquemment accompagnés lors du démarrage de leur entreprise par des conseillers externes faisant

⁶⁷ FLANC J.-B., *Valuation of Internet, An Applied Research on How Venture Capitalists value Internet start-up*, Anchor Academic Publishing, 2014, p. 1.

⁶⁸ MONDHIER C., *Ingénierie financière et private equity*, op.cit., 18.

⁶⁹ JACQUIN J., *Jeunes entreprises innovantes*, op.cit., p. 109.

⁷⁰ DUBOCAGE E., « *L'évaluation de la "start-up" par le capital-risqueur entre objectivité, jugement et mimétisme* », *Vie & sciences de l'entreprise*, 173, 2006/4, p. 16 ; FUSTEC A., MAROIS B., *Valoriser le capital immatériel de l'entreprise*, Éditions d'Organisation, 2006, p. 19 et s.

partie d'un « *incubateur* » spécialisé. L'existence de telles structures permet aux *start-up* d'entrer en contact avec des personnes compétentes dans un secteur donné, ainsi qu'avec des investisseurs externes⁷¹, ce qui est susceptible de réduire l'asymétrie d'information existant entre ces derniers et les jeunes entreprises innovantes. Les incubateurs universitaires⁷² des *start-up* donnent souvent naissance à des *spin-off*, qui peuvent être définies comme des *start-up* issues des projets universitaires⁷³.

La difficulté de la valorisation de l'entreprise peut également être liée à l'appréciation du *business plan* établi par la société (ou à l'absence de ce dernier) ou encore à la qualité des dirigeants. En effet, le *business plan* définitif d'une entreprise est fréquemment établi au cours de la phase *early-stage* et susceptible donc de faire défaut au cours de la phase d'amorçage⁷⁴.

Un autre risque majeur résultant de l'asymétrie d'informations est lié à la difficulté du contrôle des décisions des dirigeants de la société financée⁷⁵. Cette difficulté a été abordée pour la première fois par les chercheurs Jensen et Meckling dans leur œuvre sur la théorie d'agence, qui détaille les conflits d'intérêts entre porteurs de projets et apporteurs de capitaux⁷⁶. Les sociétés souhaitant financer des *start-up* doivent donc mettre en place des mécanismes juridiques leur permettant de se protéger contre ces risques inhérents aux jeunes entreprises innovantes⁷⁷.

⁷¹ CLARET N., BEN MAHMOUDI J., CHARRIERE-PETIT S., « *Quand l'évaluation constitue un objet d'apprentissage significatif pour l'entreprise innovante en création* », La Rev. des Sciences de Gestion, 2006/3, n°219, p. 50 et s., n°2 et s.

⁷² Nous aborderons les spécificités françaises des incubateurs universitaires *infra* n°142.

⁷³ HOGAN, T., *Defining university spin offs*, New Technology Based Firms in new millennium, 8-23, January 2010, spéc. 9 à 15.

⁷⁴ METRICK A., YASUDA A., *Venture capital & the finance of innovation*, Wiley, provided in cooperation with SSRN, 2012, p. 15.

⁷⁵ MONDHIER C., *Capital risque pour financer la croissance et l'emploi*, Rev. Banque, 2008, p. 71.

⁷⁶ KERR R. W., NANDA R., *Financing innovation*, op.cit., p. 13 ; REDIS Jean, « *Contribution à la connaissance de l'accompagnement à la levée de fonds destiné aux jeunes entreprises de croissance : le cas de la France* », Dans Rev. de l'Entrepreneuriat 2006/1, Vol.5, p. 73 à 89, p. 76, n°1.3.

⁷⁷ MONDHIER C., *Capital risque pour financer la croissance et l'emploi*, op.cit., p. 71.

L'asymétrie d'information est, par ailleurs, l'une des raisons majeures pour laquelle les jeunes entreprises innovantes sont concernées par le phénomène du rationnement du crédit et se tournent vers le financement interne, le capital-investissement ou vers des moyens de financement alternatifs afin de développer leur projet⁷⁸. Afin de réduire l'asymétrie informationnelle, l'existence d'un lien relationnel avec la jeune entreprise innovante semble une condition indispensable, qui se heurte à des nombreuses difficultés si l'entreprise souhaite obtenir un financement par le crédit⁷⁹.

2) *Le financement d'une entreprise ayant un fort potentiel de croissance*

16 Innovation et fort potentiel de croissance. Il est possible d'évoquer le fort potentiel de croissance comme deuxième aspect commun des *start-up*, important à prendre en compte dans le choix du moyen de financement.

Le caractère innovant de l'entreprise constitue le facteur majeur du potentiel de croissance élevé des *start-up*⁸⁰. L'innovation est fréquemment liée au développement d'un produit technologique, mais peut également trouver sa source dans la création d'un nouveau modèle d'affaires dans un secteur donné⁸¹.

Cependant, dans la majorité des cas, il s'agit des innovations liées à la technologie : les *start-up* semble toutefois issue du milieu *high-tech*. L'avancée technologique portée par la *start-up* peut, en effet, présenter un avantage concurrentiel⁸² en faveur des

⁷⁸ SAVIGNAC F., « *Quel mode de financement pour les jeunes entreprises innovantes, Financement interne, prêt bancaire, ou capital-risque ?* », Dans Rev. économique, Vol.58. 2007/4, p. 867 ; F. Savignac, *Le financement des entreprises innovantes*, op.cit., p. 155 à 160.

⁷⁹ GARDES N., MACHAT K., « *Pour une approche innovante du financement relationnel en PME* », Innovations 2013/1, n°40, p. 83 à 85 et 89 et s.

⁸⁰ SEGARRA A., TERUEL M., « *High growth firms, an empirical analysis* », Small Business Economics, December 2014, (version disponible sur <https://www.researchgate.net>), p. 6, n°2.2.

⁸¹ URBONAVICIUS S., BIKAS E., « *Innovative and Traditional Companies: The Main Definitions and Comparisons* », Conference Paper, 7th International Scientific Conference, Business Management 2012, January 2012, p. 381 et 382, n°2 (spéc. 382).

⁸² Une comparaison des ratios financiers des entreprises innovatives et « traditionnelles » URBONAVICIUS S., BIKAS E., « *Innovative and Traditional Companies: The Main Definitions and Comparisons* », op.cit., p. 383 et 384, n°5.

entreprises et les entreprises investissant dans son développement. Une fois que les entreprises innovantes ont dépassé le stade de démarrage, elles pourraient se voir dotées d'une infrastructure leur permettant de conserver une position favorable sur le marché en question. Cette position peut être garantie par un droit de propriété intellectuelle⁸³, par un brevet, par le droit d'auteur, ainsi que par la marque déposée par l'entreprise.

17 Les exigences financières des entreprises dotées d'un fort potentiel de croissance. Plusieurs auteurs distinguent d'ailleurs les trajectoires de croissance des PME traditionnelles de celles des *start-up*, qui connaissent, en cas de réussite de leur *business model*, une trajectoire spécifique : celle de « *l'hyper croissance*⁸⁴ ».

Les *start-up* n'ont pas les mêmes objectifs que les PME traditionnelles et visent une augmentation radicale de la valeur de leurs titres pour ensuite procéder à la revente de ces derniers ou à une introduction en bourse.

Il convient ainsi de distinguer la stratégie d'entreprise ayant pour objet la croissance d'une entreprise et qui viserait la rentabilité à court ou moyen terme. Une entreprise de croissance, telle que les *start-up*, n'a pas pour vocation (et n'a souvent pas la capacité) d'atteindre une profitabilité lors des premières années de sa création. Ce modèle peut toutefois s'avérer risqué aussi bien pour les fondateurs que pour les investisseurs : la croissance rapide des entreprises peut également entretenir une illusion concernant leur profitabilité⁸⁵.

⁸³ KOREAMAKI T., TAKALO T., « *Valuation of Innovation: The case of iPhone* », Bank of Finland Research Discussion papers, 24, 2012, p. 3 et 4 ainsi que 22 et 23.

⁸⁴ BOISSIN J.-P., GRAZZINI F., TARILLON C., « *Une caractérisation des trajectoires de croissance des start-up au travers de leur taille et de leur mode de financement* », Rev. de l'Entrepreneuriat, Vol. 2018, 2019/2, p. 25, n°1.1 ; SAHUT J.-M., PERIS-ORTIZ M., TEULON F., « *Les start-up et PME à fort ou hyper croissance : comprendre les enjeux et les raisons de leur performance* », Rev. de l'Entrepreneuriat, n°2, Vol 18, 2019, p. 9 et 10, n°2.

⁸⁵ BRANNBACK M., KIVILUOTO N., CASRUD A., OSTERMARK R., « *Much ado about nearly nothing? an exploratory study on the myth of high growth technology startup entrepreneurship* », Frontiers of Entrepreneurship Research, Volume 30, Chapter XII. Strategy, January 2010, p. 8 (version disponible sur : <https://www.researchgate.net>).

La contrepartie de la croissance rapide est, au-delà du caractère risqué du projet, l'exigence élevée en termes de financement externe. Une *start-up* est susceptible de vouloir obtenir plusieurs financements successifs. Lors de ce processus la société doit toutefois veiller qu'un financement obtenu n'entrave pas la croissance rapide de la société ou la possibilité d'obtenir des financements ultérieurs.

En effet, pour les investisseurs externes c'est l'espoir d'une plus-value importante qui justifie le soutien d'une société dotée d'un modèle d'affaires risqué⁸⁶. Or, cette plus-value est conditionnée par la croissance rapide de l'entreprise. De même, pour les fondateurs, c'est l'enrichissement rapide qui constitue la contrepartie de l'importante prise de risques.

Les mécanismes juridiques du financement et des structures décisionnelles de l'entreprise doivent donc correspondre à la fois aux besoins des porteurs de projet et à ceux des éventuels investisseurs⁸⁷ et doivent notamment rendre possible l'évolution de la structure sociale par leur souplesse.

Il sera donc nécessaire de déterminer les moyens de financement existant en droit français susceptible de répondre aux besoins en fonds propres des *start-up*. Il conviendrait en outre de se demander si ces moyens de financement permettent une croissance optimale de la jeune entreprise à fort potentiel de croissance.

18 Les moyens de financement des *start-up*. Notre étude portera sur le cadre juridique français relatif au financement d'entreprise en distinguant les moyens de financement que nous estimons traditionnels, de ceux que nous désignons comme les nouveaux moyens de financement.

18.1 La définition du moyen de financement. Nous définissons comme moyens de financement les méthodes (ou canaux) de financement qui permettent à une

⁸⁶ SAVIGNAC F., *Le financement des entreprises innovantes*, thèse, Université Paris I Panthéon-Sorbonne, 2006 p. 154 et 157.

⁸⁷ JACQUIN J., *Jeunes entreprises innovantes*, op.cit., p. 27.

entreprise de lever des fonds auprès d'une ou plusieurs personnes en contrepartie d'un produit de financement. Les composantes essentielles d'un moyen de financement sont, dès lors, les canaux de financement, d'une part, et les produits de financement qui sont distribués à travers ces canaux, d'autre part.

Nous entendons par canaux les techniques de distribution utilisées pour commercialiser les différents produits de financement. Ces techniques qui résultent souvent de la pratique des affaires, comme l'offre au public de titres ou le placement privé, sont habituellement matérialisées dans les textes législatifs et réglementaires après leur apparition. Nous définissons les produits de financement comme des biens meubles incorporels qui sont distribués dans le cadre d'une levée de fonds en vue de financer un projet, une activité ou la croissance de la société.

18.2 La définition du moyen de financement. Les moyens de financement traditionnels désignent, dans le cadre de notre analyse, l'ensemble des moyens de financement qui ne sont pas directement issus de l'évolution technologique liée à l'apparition de l'internet. Ces moyens de financement sont fondés sur les canaux de financement traditionnels. Les canaux traditionnels désignent dans le cadre de la présente étude, l'ensemble des canaux qui ne sont pas fondés sur l'internet (il s'agit des canaux de financement non-numériques).

Par opposition aux moyens de financement traditionnels nous entendons par nouveaux moyens de financement, les méthodes de financement qui sont apparues en conséquence de l'évolution technologiques liées à l'émergence du réseau internet intervenues (à compter des années 2000 environ).

Parmi les moyens de financement traditionnels, notre analyse portera sur le crédit bancaire, sur le financement par offre au public de titres et introduction sur les marchés financiers, ainsi que le capital-investissement. Si certains de ces moyens de financement semblent, de par leur mécanisme propre, comme inadaptés aux jeunes entreprises innovantes, d'autres semblent faire peser des contraintes très (voire trop) lourdes au regard sur les *start-up*.

Les nouveaux moyens de financement, pour les besoins de la présente thèse, désignent le financement participatif, qui dispose de nombreuses sous-catégories⁸⁸ ainsi que le financement par offre au public de jetons⁸⁹, moyens de financement qui font, depuis peu, l'objet de textes législatifs et réglementaires en droit français. Nous distinguerons dans le cadre de la présente étude es nouveaux moyens de financement qui sont basés sur les produits de financement traditionnels et ceux qui sont basés sur les nouveaux produits de financement.

Nous examinons les insuffisances que présentent les financements traditionnellement utilisés au regard des jeunes entreprises innovantes (Première partie) pour ensuite procéder à une analyse des nouveaux moyens de financement, qui sont issus de l'évolution technologique. Nous tenterons de déterminer dans quelle mesure ces nouveaux moyens de financement apportent une réponse aux insuffisances des méthodes de financement traditionnelles (Seconde partie).

⁸⁸ Comprenant le financement participatif basé sur les simples dons, sur les récompenses mais également l'intermédiation du prêt et des titres de capital. Ces sous-catégories sont définies *infra n° 257* et s.

⁸⁹ *Infra n°n°417* et s.

PREMIERE PARTIE : LES INSUFFISANCES DES MOYENS DE FINANCEMENT TRADITIONNELS DU POINT DE VUE DES *START-UP*

19 Les insuffisances des moyens de financement traditionnels et les *start-up*. Les moyens financement traditionnels utilisés présentent-ils des insuffisances au regard des *start-up* ?

Afin de répondre à cette question il convient d'abord de définir la signification du mot « *insuffisance* » dans le contexte du financement des entreprises. L'insuffisance fait référence à l'inadéquation du moyen de financement aux *start-up*, qu'il s'agisse d'une inadéquation du cadre juridique régissant un moyen de financement aux *start-up* ou des conditions pratique du recours au moyen de financement.

L'inadéquation d'un moyen de financement peut se manifester à travers l'impossibilité de l'apporteur des fonds à évaluer l'entreprise bénéficiaire du financement. Elle peut également trouver sa source dans les produits de financement eux-mêmes. En effet, certains produits ne permettent pas aux apporteurs de fonds de tirer profit du potentiel de croissance des *start-up*.

L'inadéquation d'un moyen de financement peut le rendre inaccessible aux jeunes pousses. Cette inaccessibilité peut notamment résulter de l'impossibilité pour les *start-up*, de satisfaire aux conditions liées à l'obtention d'un financement en raison des mécanismes propres à un certain type de produit en particulier, à un moyen de financement ou aux exigences prudentielles pesant sur les acteurs régulés⁹⁰.

20 Les insuffisances du crédit bancaire, le financement par l'offre au public de titres financiers et par le capital-investissement. Les insuffisances présentées par le crédit

⁹⁰ OECD, *Le financement des PME et des entrepreneurs 2018, Tableau de bord de l'OCDE*, 2018, p. 6 (sur l'articulation difficile des actifs incorporels aux sûretés réelles), p. 8 et 9 (brève description sur les différents moyens de financement des PME).

bancaire et par l'offre au public en matière de financement de *start-up* sont hétérogènes. Ainsi, le crédit bancaire paraît un produit inadapté aux entreprises de faible maturité en raison notamment des caractéristiques inhérentes aux produits de dette. Il paraît également inaccessible aux jeunes pousses en raison des exigences prudentielles qui contraignent les établissements de crédit à réduire les crédits alloués aux jeunes pousses. L'offre au public présente également de sérieuses insuffisances vis-à-vis des jeunes entreprises innovantes, il s'agit, en raison notamment des contraintes résultant de la réglementation relative à l'offre au public de titres⁹¹ et relatives aux abus de marché⁹².

Les insuffisances du crédit bancaire et le financement par l'offre au public de titres en matière de financement des *start-up* sont plus aisées à identifier que les insuffisances en matière de capital-investissement.

La notion de jeune entreprise innovante reste, en effet, aujourd'hui fortement liée à celle du capital-investissement. Plusieurs publications considèrent toutefois que l'offre de capital-investissement en Europe ne parvient pas à satisfaire la demande des jeunes entreprises innovantes⁹³. Ces études, qui analysent les raisons économiques de la faible proportion de *start-up* financées par le capital-investissement, ne semblent pas pour autant examiner l'adéquation des mécanismes du capital-investissement au *business model* des *start-up*. Nous nous concentrerons dans notre étude sur ces mécanismes du capital-investissement qui s'avèrent contraignants vis-à-vis des jeunes entreprises innovantes et font obstacle au financement de celles-ci par le *private equity*. Notre analyse mettra en lumière les raisons de l'adéquation du capital-investissement aux *start-up* et les obstacles que les jeunes entreprises innovantes rencontrent quand elles cherchent à se financer par le moyen du *private equity*.

⁹¹ *Infra.* n°75 et s.

⁹² *Infra.*, n°112 et s.

⁹³ Communication from the Commission : An action plan to improve access to finance for SMEs, COM/2011/0870 final. Voir sur ce point : EKALAND M., LANDIER A., TIROLE D., *Renforcer le capital-risque français*, Notes du conseil d'analyse économique, 2016/6, n°33, p. 2.

Dans la présente partie, il convient de s'interroger sur l'adéquation des moyens de financement traditionnels aux besoins des jeunes entreprises innovantes, ainsi que sur l'accessibilité des moyens de financement traditionnels aux *start-up*. Il est, dans ce cadre, nécessaire d'analyser d'abord l'articulation de la notion de *start-up* avec certains moyens de financement qui semblent aujourd'hui peu adaptés à ces dernières (Titre I). Dans un second temps il convient d'examiner l'adéquation des techniques propres au capital-investissement aux besoins des jeunes entreprises innovantes. Ce dernier moyen de financement présente des atouts pour les jeunes pousses mais connaît également de nombreuses limitations résultant de la réglementation applicable (Titre II).

TITRE I : LES MOYENS DE FINANCEMENT INADAPTES

AUX *START-UP*

21 Les différences entre le crédit bancaire et le financement par les marchés financiers. Parmi de nombreux moyens de financement ouverts aux *start-up*, il convient de traiter d'abord ceux qui ne semblent pas adaptés aux jeunes entreprises innovantes : le financement par le crédit bancaire et le financement par les marchés des capitaux. Ces moyens de financement, comportent des différences fondamentales, notamment au regard des catégories d'entreprises qui y ont recours mais également quant à leur mécanisme intrinsèque.

Il s'agit d'abord d'une différence tenant à la nature de l'instrument : dans le cadre du financement par crédit bancaire, l'instrument de financement revêt nécessairement un caractère de dette, même s'il peut comporter d'autres éléments⁹⁴. Les titres financiers émis dans le cadre d'une offre au public sont, quant à eux, de nature très hétérogène (actions, obligations, parts de fonds ou produits hybrides).

Le crédit bancaire et les titres financiers s'opposent, en outre, par les mécanismes régissant leur échange. Le crédit bancaire est un produit cessible, mais non négociable sur un marché secondaire⁹⁵. Les titres financiers sont, pour la majorité d'entre eux, négociables⁹⁶.

Le statut de l'émetteur de l'instrument est également différent. Le créancier dans une opération de crédit, est souvent un établissement de crédit⁹⁷ et dispose nécessairement

⁹⁴ Comme le financement mezzanine, qui combine le financement par la dette et par le capital.

⁹⁵ La cession de créance est régie par l'article 1321 du Code civil.

⁹⁶ Article L211-14 du Code monétaire et financier.

⁹⁷ Peut également être une plateforme de financement participatif (IFP) ou fonds d'investissement type ELTIF qui peut réaliser des opérations de crédit.

à ce titre d'un statut réglementé, alors que les émetteurs de titres financiers ne sont pas soumis à un statut juridique particulier⁹⁸.

22 Les difficultés en matière de financement de PME. En France, et plus largement au sein de l'Union européenne, la source primaire de financement des PME est le crédit bancaire⁹⁹. Malgré l'importance de ce moyen de financement et de l'amélioration progressive de l'accès au crédit bancaire au cours des années précédant la crise COVID-19¹⁰⁰, certaines études soulignent des difficultés structurelles¹⁰¹ (inhérentes aux contrats de

⁹⁸ Il convient de rappeler que les sociétés cotées sur un système multilatéral sont soumises à des obligations particulières en raison de la cotation de leurs titres.

⁹⁹ European Commission, *SAFE access to finance conditions 2019 SAFE results – European Union*, date d'actualisation : 29 novembre 2019 : l'accès au financement par le capital-investissement semble faible également par rapport à l'accès au crédit. En Europe et en France le crédit semble la première source de financement (le crédit semble correspondre aux besoins de 46% PME au sein de l'Union européenne et 63% en France), le financement en capital reste très minoritaire avec 11% au sein de l'Union européenne et 15% en France).

¹⁰⁰ European Central Bank, *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area*, October 2019 to March 2020, p. 12 (amélioration de l'accès financement bancaire) ; European Central Bank, *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area*, October 2018 to March 2019, p. 4 et 5 (amélioration globale dans l'accès des PME au financement bancaire), amélioration de d'accès au financement bancaire (p. 26 et 27) ; European Central Bank, *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area*, October 2017 to March 2018, p. 23 à 30 (sur l'amélioration de l'accès des PME au financement bancaire). Sur la détérioration du financement par crédit après la crise COVID-19 : European Central Bank *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area*, October 2022 to March 2024, p. 3 et 4 ainsi que 22 à 24. En France sur la situation antérieure à la crise Covid reflètent une amélioration constante de l'accès de crédit des PME : Banque de France, *Accès des entreprises au crédit 2020T2*, 4 août 2020 ; Banque de France, *Enquête trimestrielle auprès des entreprises sur leur accès au crédit en France*, 1er trimestre 2019, 16 avril 2019 ; Banque France, *Enquête trimestrielle auprès des entreprises sur leur accès au crédit en France*, 1er trimestre 2018, 17 avril 2018. En France sur la situation postérieure à la crise Covid (une stabilité relative dans l'accès au crédit des TPE-PME) : Banque de France, *Accès des entreprises au crédit 2^{ème} trimestre 2023*, 1^{er} août 2023. Sur l'amélioration de l'accès au crédit des entreprises : COUPET C., TEHRANI A., « *Crédit, Propos introductifs* », RDBF n° 2, Mars 2019, dossier 13, (p. 56-60), n°5 et 6.

¹⁰¹ DELFORIO L., *Access to Credit for SMEs in a European Union Context: an SME, Perspective and a Critical Review of Access to Credit*, Thesis for the degree of Doctor of Philosophy, June 2018, p. 45 et s., n°2.2.3 et s.

crédit¹⁰² et liées à l'asymétrie informationnelle¹⁰³) qui sont susceptibles de présenter des freins majeurs quant à l'accès des PME au crédit bancaire.

L'accès des PME aux marchés financiers connaît également de nombreux obstacles au sein de l'Union européenne¹⁰⁴. Certaines études soulignent que la source des difficultés des PME peut être liée au coût de l'opération de l'offre au public et « *d'introduction en bourse* » et à l'absence d'historique financier des jeunes entreprises¹⁰⁵.

Dans le cadre de notre analyse, nous tenterons de mettre en lumière les sources des obstacles qui sont susceptibles d'impacter l'accès des jeunes pousses au financement par crédit bancaire et par les marchés financiers, qu'il s'agisse des difficultés d'origine réglementaires ou inhérentes au fonctionnement des moyens de financement examinés.

Il convient dans un premier temps d'aborder le sujet du financement des *start-up* par crédit bancaire (Chapitre I) et dans un second temps, le financement par les marchés financiers (Chapitre II).

¹⁰² DELFORIO, L., *Access to Credit for SMEs in a European Union Context: an SME, Perspective and a Critical Review of Access to Credit*, op.cit., p. 47.

¹⁰³ DELFORIO, L., *Access to Credit for SMEs in a European Union Context: an SME, Perspective and a Critical Review of Access to Credit*, op.cit., p. 48.

¹⁰⁴ European Parliament, *Enabling SME's access to capital markets*, 2019; Empowering EU Capital Markets for SMEs, Final report of Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SME, May 2021, p. 6 à 8.

¹⁰⁵ Financial Stability Board, *Evaluation of the effects of financial regulatory reforms on small and medium-sized enterprise (SME) financing*, 19 November 2019; AYADI R., BERNET B., *Financing SMEs in Europe*, SUERF, 2009, p. 74.

CHAPITRE I : LE FINANCEMENT PAR LE CREDIT BANCAIRE : LES OBSTACLES POUR ACCEDER A MOYEN DE FINANCEMENT ESSENTIEL

23 Les sources de l'inadéquation et les obstacles liés à l'obtention d'un crédit bancaire. Dans le présent chapitre, nous examinerons les sources de l'inadéquation du crédit bancaire aux *start-up* et les obstacles à l'obtention d'un crédit bancaire par une jeune entreprise innovante.

Il est possible de chercher la source de ces difficultés au sein des mécanismes économiques : il convient donc d'étudier les mécanismes inhérents aux contrats de crédit ; l'asymétrie d'informations existant entre les établissements de crédit et les *start-up*¹⁰⁶ et les difficultés d'évaluation de la valeur des *start-up* qui en résultent.

Il nous semble également important de comprendre les potentielles sources des difficultés d'accès au crédit par les PME qui poussent certaines *start-up* à renoncer à la recherche d'un crédit bancaire et à se tourner, en conséquence, vers des moyens de financements alternatifs¹⁰⁷.

La présente thèse n'a cependant pas pour objet de justifier ou de remettre en cause les résultats des études économiques réalisées sur l'accès au financement des PME. Elle a pour objet de mettre en lumière les potentiels obstacles juridiques auxquels les jeunes entreprises innovantes sont susceptibles de se heurter en cas de recours au financement par crédit bancaire.

¹⁰⁶ AYADI R., REST A., *The New Basel Capital Accord and The Future of the European Financial System*, 2004, CEPS Task Force Report N°51, April 2004, p. 35 et s., n°4.2 et s.

¹⁰⁷ COUPET C., TEHRANI A., « *Crédit, Propos introductifs* », op.cit., p. 1 et 2, n°1 à 7.

Parmi les obstacles juridiques que nous identifions, les caractéristiques des opérations de crédit bancaire et la réglementation prudentielle applicable aux établissements de crédit se détachent.

24 Les caractéristiques des opérations de crédit bancaire. Au regard de sa structure, le crédit bancaire comporte des caractéristiques difficilement conciliables avec le caractère risqué d'un projet de *start-up* : la décision de l'octroi de crédit est, en effet, fondée sur la probabilité de défaillance de l'emprunteur.

L'inadéquation du crédit bancaire avec les spécificités des *start-up* ne résulte pas seulement des caractéristiques intrinsèques du crédit bancaire mais également des obligations qui incombent aux établissements de crédit qui prêtent les fonds.

En outre, les crédits accordés par les banques sont très fréquemment accompagnés de sûretés ou de garanties bancaires qui s'avèrent pas ou peu adaptées au projet de l'entrepreneur en question¹⁰⁸.

Outre les caractéristiques des opérations de crédit, la réglementation prudentielle et organisationnelle applicable aux établissements de crédit semble désormais présenter une réelle contrainte au regard de l'accès au financement des PME notamment après le renforcement des exigences relatives à la gestion des fonds propres des établissements bancaires¹⁰⁹. Cette réglementation trouve sa source dans l'importance de l'établissements de crédit dans l'économie, comme nous l'évoquons ci-après.

25 L'importance du rôle des établissements de crédit dans l'économie. Les établissements de crédit ont une importance primordiale dans le financement des entreprises dans l'économie moderne. Cependant la compétence exclusive des établissements bancaires

¹⁰⁸ European Commission, *SME Envoys Finance - SME access to finance situation in EU Member States, Final Report*, 2019, p. 5.

¹⁰⁹ European Central Bank, *SME financing, market innovation and regulation*, Speech by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, 11 April 2013.

en matière d'opérations de crédit¹¹⁰ a subi d'importantes dérogations au cours des dernières décennies.

A titre d'illustration de ce phénomène, couramment qualifié de désintermédiation, il est possible de citer le cas de certains fonds d'investissement alternatif qui ont la possibilité d'octroyer des crédits¹¹¹ et l'émergence de nombre de plateformes de financement participatif qui peuvent aujourd'hui accorder des prêts à intérêts à leurs clients¹¹².

Il convient néanmoins insister sur la définition de l'établissement de crédit pour comprendre le rôle primordial de cet acteur dans l'économie. La notion d'établissement de crédit est définie par le Code monétaire et financier¹¹³ et au sein d'un règlement¹¹⁴ européen. Il s'agit d'une « *entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte*¹¹⁵ ». Les opérations de banque, qui constituent l'un des domaines d'activité principaux des établissements de crédit¹¹⁶, se définissent, par ailleurs, par la « *la*

¹¹⁰ Exemples à ces dérogations : prêt inter-entreprises (article L.511-6, 3 bis du Code monétaire et financier) ; opérations de trésorerie (article L.511-7, 3 du Code monétaire et financier) ; financement participatif par intermédiation de prêt : (article L.548-1 du Code monétaire et financier). Sur le prêt inter-entreprises : LASSERRE-CAPDEVILLE J., « *La limitation du monopole bancaire par la reconnaissance du prêt inter-entreprises* », RDBF n° 1, Janvier 2016, alerte 1, p. 1 et 2 et également : PAILLER P., « *L'intermédiation en question, L'apport des FinTechs au droit bancaire* », RDBF n° 2, mars 2017, dossier 12, p. 3 et 4, n°5.

¹¹¹ Notamment les FPS (article L.214-154, n°4 du Code monétaire et financier) et des ELTIF : Règlement (UE) 2015/760 du Parlement Européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme.

¹¹² Sur les plateformes de financement participatif : BONNEAU T., *Droit bancaire*, LGDJ, 15^{ème} édition, 2023, p. 29, n°21.

¹¹³ L.511-1 du Code monétaire et financier.

¹¹⁴ Règlement (UE) n ° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n ° 648/2012.

¹¹⁵ Règlement (UE) n ° 575/2013, Article 4, 1., 1).

¹¹⁶ En vertu de l'article L.511-3 du Code monétaire et financier les établissements de crédit ne peuvent exercer que certaines activités énumérées par la loi. Ces activités comprennent les opérations de banque. Le lien entre la notion de l'opération de crédit et l'opération de banque était plus prononcé entre 1984 et 2013 (BONNEAU T., *Droit bancaire*, op.cit., p. 123 à 124, n°150).

réception de fonds remboursables du public, les opérations de crédit, ainsi que les services bancaires de paiement »¹¹⁷.

Il semble important d'insister sur les particularités liées à la formulation de ces définitions. En effet, au sein de ces deux définitions, c'est l'activité de réception des fonds remboursables du public qui est mentionnée en premier, ce qui souligne l'importance de cette fonction. Ces fonds sont définis comme « *les fonds qu'une personne recueille d'un tiers, notamment sous la forme de dépôts, avec le droit d'en disposer pour son propre compte mais à charge pour elle de les restituer* »¹¹⁸. S'agissant de l'obligation de restitution, il est nécessaire de distinguer deux catégories de fonds : les fonds restituables à terme et les fonds restituables à vue. Ce sont ces derniers qui doivent être immédiatement restitués aux clients de l'établissement de crédit en exposant ce dernier à une contrainte importante. L'établissement doit être, en effet, en mesure d'assurer le remboursement immédiat d'une partie de ces dépôts au public. Si les engagements de l'établissement ne permettent pas de satisfaire cette exigence, la solvabilité de l'établissement est peut-être en jeu¹¹⁹.

26 Un cadre réglementaire visant à répondre aux risques pouvant résulter de la défaillance des banques. Afin d'éviter des potentiels risques liés à l'insolvabilité des établissements de crédit et d'assurer la stabilité financière des autres établissements qui pourraient également subir les conséquences de la défaillance d'une banque, les organismes supranationaux ont élaboré des normes prudentielles reflétées par les systèmes juridiques de nombreux États¹²⁰.

¹¹⁷ L'article L.311-1 du Code monétaire et financier.

¹¹⁸ Article L.312-2, al. 1 du Code monétaire et financier. Sur cette définition : LASSERRE-CAPDEVILLE J., STORCK M., ROUTIER R., MIGNOT M., KOVAR J.-P., ERESEO Nicolas, *Droit bancaire*, Dalloz, 3^{ème} édition, septembre 2021, p. 41 et 42, n°53.

¹¹⁹ BLANCHE D., « *Droit bancaire et financier européen, Règles prudentielles européennes applicables aux établissements de crédit, entreprises d'investissement, établissements de paiement et établissements de monnaie électronique* », Fasc. 1015, JCl. Europe Traité, date d'actualisation : 1er mai 2021, n°1.

¹²⁰ L'objectif de la préservation de la stabilité sur un marché semble constituer l'un des enjeux principaux du droit bancaire et financier (CAUSSE H., *Droit bancaire et financier*, Mare&Martin,

Au-delà de la réglementation prudentielle qui a pour objectif d'assurer la viabilité des établissements de crédits et de les protéger contre les risques systémiques, les règles du droit bancaire français concernant les devoirs des établissements vis-à-vis des leurs clients visent également à assurer le bon fonctionnement des banques.

Il est dans un premier temps nécessaire de s'interroger sur la comptabilité du modèle des *start-up* avec les caractéristiques mêmes de l'opération de crédit bancaire (Section I). Dans un second temps il convient d'analyser réglementation des établissements de crédit et son impact sur l'accès aux crédits consentis aux PME (Section II).

2016, p. 38) et de la régulation financière (BONNEAU T., *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruylant, 2020, p. 11).

Section I : L'inadéquation du crédit bancaire aux objectifs des *start-up*

27 Les différentes raisons de l'inadéquation. Le crédit bancaire contient plusieurs composant dont nombreuses s'avèrent difficilement conciliables avec les spécificités des jeunes pousses.

Certaines de ces spécificités résultent de la nature juridique de l'opération de crédit, qui prend habituellement la forme d'un prêt à intérêt¹²¹. Il s'agit d'une opération de financement par la dette nécessairement onéreuse. Ces caractéristiques s'avèrent à elles seules difficilement conciliables avec la trésorerie souvent limitée des jeunes pousses. Cependant l'opération de crédit connaît un cadre juridique spécifique qui confère une responsabilité particulière à l'établissement octroyant le crédit. Ce dernier doit accomplir un certain nombre de diligences avant de pouvoir accorder le crédit à la société sélectionnée.

D'autres obstacles résultent des mécanismes d'atténuation de risque qui accompagnent les opérations de crédit : des sûretés. Le droit des sûretés et d'autres mécanismes d'atténuation de risques qui s'avèrent difficilement compatibles avec la maturité ou avec la trésorerie faible d'une jeune société.

Il convient donc d'analyser les caractéristiques de l'opération de crédit à la lumière des besoins des *start-up* qui sont, par leur constitution, des entreprises jeunes et risquées (§1). Dans un second temps, il convient d'examiner les différentes sûretés et les mécanismes d'atténuation des risques existant en droit français et leur compatibilité avec la structure des *start-up* (2§).

¹²¹ Article 1905 et s. du Code civil.

1§) Des difficultés résultant des caractéristiques de l'opération

28 Les caractéristiques de l'opération de crédit. Les opérations de crédit connaissent une grande diversité quant à leur durée¹²²: il convient de faire mention des crédits à court terme (inférieurs à 2 ans) des avances, des découverts, des escomptes, des créances d'exploitation ou du crédit à la consommation. Les crédits à moyen terme (2 ans à 7 ans) ou à long terme (plus de 7 ans) visent fréquemment à financer les investissements envisagés par les entreprises. Alors que les crédits à moyen terme ne présentent pas de particularités, les crédits à long terme font l'objet de techniques spécifiques : il s'agit du crédit-bail et du prêt participatif. Le prêt participatif, catégorie de dette subordonnée, est par ailleurs apparu comme une innovation ayant pour objet de répondre aux défaillances dans l'octroi du crédit à destination PME au cours des années 1980¹²³. Les crédits accordés aux jeunes entreprises innovantes sont généralement à moyen ou à long terme¹²⁴.

Les opérations de crédit présentent toutefois des similitudes : il s'agit d'opérations de financement par la dette¹²⁵. Les opérations de crédit bancaire font naître une obligation

¹²² DEKEUWER-DEFOSSEZ F., MOREIL S., *Droit bancaire*, Dalloz, 12^{ème} édition, 2022, p. 126.

Il est également possible de distinguer les types de crédits en fonction de leur destination. Il peut s'agir des crédits affectés ou non liés. Les crédits affectés fiancent généralement un achat spécifique alors que les crédits généraux sont susceptibles financer l'exploitation au sens large. Pour une classification différente distinction des crédits par mise à disposition future, immédiate et éventuelle) : BONNEAU T., *Droit bancaire*, op.cit., p. 550 et s., 705 et s.

¹²³ BONNEAU T., *Droit bancaire*, op.cit., p. 564, N°755 ; DEKEUWER-DEFOSSEZ Françoise, MOREIL Sophie, *Droit bancaire*, op.cit., p. 157 ; CAUSSE H., *Droit bancaire et financier*, op.cit., p. 600. Distinction des conséquences juridiques des concours à durée indéterminée et à durée déterminée en matière de crédit accordé aux entreprises : BONNEAU T., *Droit bancaire*, op.cit., p. 786, n°925 et s.

¹²⁴ OECD, *The SME Financing Gap (Vol. I) Theory and Evidence: Theory and Evidence*, 2006, p. 54
Des exemples de crédits à destination des jeunes entreprises innovantes : Durée moyenne des prêt pour la création d'entreprises : BPIFrance, « *Recourir à un prêt bancaire pour financer son projet de création d'entreprise, modalité d'obtention d'un prêt bancaire* », disponible: <https://bpifrance-creation.fr/encyclopedie/financements/lemprunt/recourir-a-pret-bancaire-financer-son-projet-creation>.

¹²⁵ Il convient à ce titre distinguer le crédit d'autres opérations de dette et notamment des émissions obligataires. A la différence du crédit les émissions obligataires permettent l'acquisition d'une fraction

de remboursement auprès du débiteur de l'opération. Le remboursement du principal de la dette ainsi que les intérêts peuvent présenter une contrainte lourde pour les *start-up*.

L'inadéquation des opérations de crédit au financement des *start-up* ne découle pas des raisons purement opérationnelles résultant directement de la définition de l'opération de crédit. Elle réside également dans l'obligation de mise en garde des établissements de crédit et dans la notion de la déchéance du terme.

Afin de comprendre pourquoi le financement par crédit est inadapté aux *start-up*, nous examinerons dans un premier temps les caractéristiques du crédit lui-même (A) et nous poursuivrons notre analyse en évoquant les risques encourus par les *start-up* (B) puis ceux encourus par les établissements de crédit (C) dans l'octroi d'un crédit à une jeune pousse.

Nous notons que certains risques inhérents aux contrats de crédit (liées notamment à la notion déchéance du terme et à l'existence de sûretés attachées au contrat de prêt) peuvent également concerner les opérations non-bancaires (émission obligataire¹²⁶ ou encore d'une opération de *crowdfunding*¹²⁷). Nous nous concentrerons dans la présente section sur les opérations de crédit bancaires.

de dette de l'entreprise émettrice ce qui distribue le risque entre les participants à l'opération. Les émetteurs ne sont pas soumis aux mêmes exigences prudentielles que les établissements réalisant une opération de crédit. Sur ce sujet : RAUH D. J., SUFI A., « *Capital Structure and Debt Structure* », *Review of Financial Studies*, Dec. 2020, Vol23, Issue 12, p. 4251 et s.

¹²⁶ S'agissant du placement des titres de créance : *infra* n°100

¹²⁷ Évoqué *infra* n°261 et s.

A) Le crédit : un produit de financement inadapté aux *start-up* eu égard à ses caractéristiques

29 La mise à disposition de fonds en contrepartie d'une rémunération. L'opération de crédit est, en principe, une opération onéreuse : elle est fondée sur la mise à disposition et sur le remboursement d'une somme d'argent accompagnée d'une rémunération¹²⁸.

La contrepartie du crédit accordé est l'intérêt, qui peut être déterminé en fonction des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur ou encore en fonction d'une stipulation conventionnelle. Constituent des rémunérations accessoires les commissions qui portent sur des prestations distinctes, mais qui sont connexes à l'opération de crédit (il s'agit notamment des prestations de conseils délivrées par le conseiller clientèle). Le degré de rémunération de l'établissement de crédit est déterminé, dans une grande mesure, par le taux d'intérêt qui est lui-même constitué de plusieurs éléments¹²⁹. Il comprend notamment le coût du financement, le coût du risque et le coût opératoire de la banque¹³⁰.

¹²⁸ En vertu de l'article L.313-1, al. 1 du Code monétaire et financier (même si les crédits peuvent être également gratuit comme l'indique l'article L.312-1 du Code de la consommation). Sur ce point : BONNEAU T., *Droit bancaire*, op.cit., p. 60, n°59.

¹²⁹ BONNEAU T., *Droit bancaire*, op.cit., p. 60 à 59. LASSERRE-CAPDEVILLE J., STORCK M., ROUTIER R., MIGNOT M., KOVAR J.-P., ERESEO N., *Droit bancaire*, op.cit., p. 849, n°1774

¹³⁰ Il convient de distinguer le taux d'intérêt légal et conventionnel. Il existe, en effet, deux taux d'intérêts légaux : un taux applicable aux personnes physiques n'agissant pas dans les besoins professionnels et un autre applicable principalement aux créances professionnelles. Le taux conventionnel est, en principe être librement fixé par les parties. Il est également possible de distinguer les taux fixes ; les taux variables ; les taux révisables ; les taux intérêts structurés ainsi que les taux indexés.

Nous rappelons par ailleurs que le taux d'intérêt conventionnel est aujourd'hui librement déterminé par les parties¹³¹ en cas de financement des entreprises (contrairement à l'état du droit antérieur à la réforme de 2005¹³²).

La suppression de l'encadrement du taux d'intérêt des crédits bancaires par les règles relatives à l'usure¹³³ par les lois du 1er août 2003¹³⁴ et du 2 août 2005¹³⁵ pour les personnes morales¹³⁶ pourrait présenter un allègement important du point de vue du financement des PME¹³⁷.

¹³¹ Sur le fondement 1907 du Code civil (et des articles 1102 du même code relatif à la liberté contractuelle). Sur ce point LASSERRE-CAPDEVILLE J., ROUSSILLE M., « *Crédit, Généralités et crédits aux entreprises* », Synthèse, JCl. Banque, Crédit, Bourse, date d'actualisation : 8 novembre 2019, n°9.

¹³² Avant 2005, le plafonnement du taux d'intérêt conventionnel portant sur toutes catégories de crédit était susceptible de représenter un frein important au financement des jeunes entreprises innovantes (sur le fondement de l'article L.313-3 du Code de la consommation et s.). Ces dispositions sont instaurées par la loi n° 93-949 du 26 juillet 1993 relative au code de la consommation, JORF n°0171 du 27 juillet 1993 p. 10538 ; GABRIELLI D., HOSNI-FELLAH M., OUNG V., « *Les incidences de la réforme de l'usure sur les modalités de financement des PME* », Bull. de la Banque de France, Janvier 2007, p. 21 à 24).

¹³³ Banque de France, *Les bienfaits des retouches de l'usure*, Communiqué Banque de France, 28 décembre 2006, Rev. Lamy dr. aff., N° 13, 1er février 2007 ; LASSERRE-CAPDEVILLE J., « *Le prêt usuraire* », Rev. Lamy dr. aff., N° 31, 1er octobre 2008, (p.98-102), n°7.

¹³⁴ Loi n° 2003-721 du 1er août 2003 pour l'initiative économique, article 32 (articles L.313-3 à 313-6 du Code de la consommation) ; CARAMALLI D., « *La loi pour l'initiative économique et le déplafonnement des taux d'intérêt : une nouvelle étape dans l'histoire de l'usure* », LPA - n°169 - p. 4, 25 août 2014, section I, C.

¹³⁵ Loi n°2005-882 du 2 août 2005 en faveur des petites et moyennes entreprises.

¹³⁶ GALLOIS J., « *Exclusions légales de certains emprunteurs du champ de l'usure* », 1770 ; « *La dépenalisation partielle de l'usure* », 1764, Lamy droit pénal des affaires, date d'actualisation : novembre 2019. Le dispositif d'encadrement a toutefois été maintenu pour les non-professionnels. Au-delà d'un certain seuil, le montant du prêt accordé à cette catégorie d'emprunteurs et le taux d'intérêts peuvent toujours être considérés comme usuraires et sont susceptibles d'engager la responsabilité de l'établissement prêteur. S'agissant des personnes physiques professionnelles et des personnes morales, le dispositif relatif à l'usure ne s'applique aujourd'hui qu'aux découverts et ne prévoit qu'une sanction civile (article L.313-5-2 du Code monétaire et financier).

¹³⁷ Les changements apportés par la loi semblent avoir eu comme conséquence une augmentation importante de l'accès au crédit aux PME les plus risquées (DJEDIDI-KOOLI S., *L'accès au financement des PME en France : quel rôle joué par le système bancaire*, thèse, Université Paris-Dauphine, 2009, p. 74). Les changements ne semblent cependant pas avoir eu d'incidence sur la probabilité de défaut des entreprises financées depuis 2001 (DJEDIDI-KOOLI S., *L'accès au*

30 Une rémunération insuffisante en contrepartie du risque pris. La rémunération des créanciers d'une société se limite cependant, en principe, au taux d'intérêt et aux frais et commissions qui sont associés liés au crédit¹³⁸. Ces derniers n'ont pas de droit participer aux résultats de l'entreprise¹³⁹. Les créanciers, partie à un contrat de crédit, n'est donc pas nécessairement intéressé par la performance de la société (contrairement aux propriétaires des titres de capital) seulement par sa capacité de rembourser de la somme prêtée et par le paiement des intérêts. Or, le remboursement est seulement envisageable si l'emprunteur reste solvable.

Le crédit bancaire, et généralement les moyens de financement par la dette, sont donc naturellement tournés vers la solvabilité de la contrepartie, bénéficiaire du financement, et non vers la performance de celle-ci. Les informations sur la solvabilité de l'emprunteur sont d'autant plus importantes pour l'établissement prêteur que ce dernier peut, dans certains cas, voir sa responsabilité engagée en cas de défaillance de la société financée¹⁴⁰.

financement des PME en France : quel rôle joué par le système bancaire, op.cit., p. 74). Cela peut s'expliquer par le fait que les établissements de crédit restent soumis à un grand nombre d'obligations visant la protection de leurs clients (JACQUIN J., *Jeunes entreprises innovantes*, op.cit., p. 110 ; THOMAS-TAILLANDIER D. DUTEIL G., « *Usure* », Répertoire de droit pénal et de procédure pénale, Dalloz, Octobre 2015, n°10). L'établissement de crédit prêteur est notamment tenu d'afficher le taux effectif global (ci-après « TEG ») sur tout contrat de crédit. Il s'agit d'une règle d'ordre public (Articles L.313-4 et L.313-5 du Code monétaire et financier et l'article L. 313-3 du code de la consommation. Sur ce point : GRÉAU Fabrice, « *Intérêts des sommes d'argent* », Rép. civ., Dalloz, Octobre 2016, date d'actualisation : juin 2023, n°42 ; BOUTEILLER P., « *Le coût du crédit, Le taux effectif global, L'usure* », Fasc. 509, JCl. Banque - Crédit – Bourse, date d'actualisation : 15 novembre 2022, n°34). Le TEG reflète le coût réel du crédit et apparaît sous la forme de la mention obligatoire écrite sur le contrat. Sa modification doit être notifiée à l'emprunteur (Cass. com., 20 déc. 2007, n° 06-14.690, FS-P+B+R+I, CRCAM de l'Anjou et du Maine c/ Société Le Brasseur et M. Yves Baranger, n° 2007-041978). Le TEG comprend les taux conventionnels et les rémunérations de toute nature qui constituent une condition pour obtenir le crédit dans les conditions annoncées (Article L314-1 du Code de la consommation).

¹³⁸ Sur la rémunération du crédit : LASSERRE-CAPDEVILLE J., STORCK M., ROUTIER R., MIGNOT M., KOVAR J.-P., ERESEO N., *Droit bancaire*, op.cit., p. 848 à 852, n°1774 à n°1781.

¹³⁹ UEDA M., « *Bank Versus Venture capital* », Department of Economics and Business, Universitat Pompeu Fabra, Working Paper No. 522, November 2000, p. 3.

¹⁴⁰ Nous abordons ces risques *infra*, n°34.

L'absence d'intérêt de l'établissement de crédit quant à la performance de l'entreprise financée semble particulièrement préjudiciable du point de vue des *start-up*. L'établissement de crédit n'est pas amené à analyser en profondeur la potentielle future performance des *start-up*, son marché ou les atouts liés à la technologie¹⁴¹ qui sont les principaux atouts d'un projet innovant. L'établissement de crédit souhaite seulement connaître la probabilité de défaillance de l'entreprise.

L'opération de crédit s'avère peu adaptée à des *start-up* qui ont très fréquemment une probabilité de défaillance élevée : il est possible que la jeune entreprise se trouve sans trésorerie suffisante pour honorer ses obligations de remboursement. Le non-remboursement représente un préjudice pour l'établissement de crédit et peut constituer une menace au regard de sa solvabilité en cas de non-remboursements successifs¹⁴². Les conséquences de l'absence de paiement peuvent être lourdes également du point de vue de la jeune entreprise.

B) Les risques encourus par les *start-up* : la déchéance du terme

31 La déchéance du terme. La déchéance du bénéfice du terme signifie l'exigibilité immédiate de la dette du débiteur envers le créancier dans le cadre d'un contrat de prêt¹⁴³. Si les dispositions du Code civil régissant le prêt laissent une marge de manœuvre assez large aux parties dans le choix du terme¹⁴⁴, cela ne signifie toutefois pas que l'emprunteur peut rembourser sa dette avant le terme convenu dans le cadre d'une opération de crédit. Tandis que cette pratique est admise en matière de prêt accordé à titre gratuit, en matière de prêt à

¹⁴¹ Ces éléments sont en revanche pris en compte dans le *scoring* de l'entreprise.

¹⁴² LASSERRE-CAPDEVILLE J., ROUSSILLE M., « *Crédit, Généralités et crédits aux entreprises* », op.cit., n°21

¹⁴³ « *Contrats Divers-Prêt à intérêt* », Fasc .1633, JCl. Roulois, date d'actualisation : 15 octobre 2020, n°46.

¹⁴⁴ L'article 1899 du Code civil dispose que « *Le prêteur ne peut pas redemander les choses prêtées avant le terme convenu* ». L'article 1902 du Code civil impose l'obligation de restitution à l'emprunteur (en même quantité et qualité) ; l'article 1900 du Code civil permet au juge de fixer le terme si les parties ne se sont pas convenu d'un terme. ; CAYROL N., « *Synthèse-Contrat de prêt* », JCl. Civil Code, date d'actualisation : 23 mars 2023, n°39.

intérêt, le terme ne peut être remis en cause que par l'accord commun des parties. La renégociation du prêt ou le report des échéances est une simple « *faculté* » pour l'établissement de crédit prêteur¹⁴⁵ et le refus de la renégociation d'un prêt n'engage pas la responsabilité de ce dernier. Il convient de préciser néanmoins qu'en application des articles 1244-1 à 1244-3 du Code civil, le juge peut accorder un délai de grâce au prêteur, ce qui est également envisageable si l'entreprise est en procédure collective¹⁴⁶.

En matière de prêt accordé aux entreprises, le remboursement anticipé est souvent aménagé par une clause qui prévoit des indemnités applicables dans cette situation (clause de remboursement anticipé¹⁴⁷). En pratique, il est très courant que le débiteur soit contractuellement privé du terme de son contrat en cas d'inexécution de ses obligations. Les causes du déclenchement de la déchéance peuvent être variées. Il convient dès lors de distinguer la déchéance contractuelle et la déchéance légale.

¹⁴⁵ Sur ce point : LASSERRE-CAPDEVILLE J., STORCK M., ROUTIER R., MIGNOT M., KOVAR J.-P., ERESEO N., *Droit bancaire*, op.cit., p. 826, n°1732. Ce raisonnement a pour fondement l'article 1103 du Code civil : « *Les contrats légalement formés tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faits.* » ; sur l'article 1193 du Code civil : « *Les contrats ne peuvent être modifiés ou révoqués que du consentement mutuel des parties, ou pour les causes que la loi autorise.* » ainsi que sur l'article 1104 du même code qui dispose « *Les contrats doivent être négociés, formés et exécutés de bonne foi. Cette disposition est d'ordre public.* ».

¹⁴⁶ Ibidem, p. 826, n°1732.

¹⁴⁷ Une telle clause est valide tant qu'elle ne confère pas un avantage excessif au prêteur. La détermination du prix prévu par la clause est à la discrétion du prêteur : seul l'abus dans la détermination est sanctionné (« *Indemnité de remboursement anticipé. Interprétation de la clause* » ; RDBF n° 6, Novembre 2013, (p.21 à 22), comm. 186). La clause de remboursement anticipé relève en principe de la liberté contractuelle entre les parties et peut être considérée comme une clause pénale hormis dans certaines situations, relativement rares. C'est notamment le cas où la clause consiste en la majoration du taux d'intérêt contractuel prévu entre les parties (Sur ce sujet : HEINICH J., « *Remboursement anticipé d'un prêt et clause pénale* » 3113, Lamy droit du contrat, date d'actualisation : 27 juin 2022). La qualification de la clause de remboursement comme une clause pénale peut remettre en cause l'efficacité de cette dernière : en effet l'indemnité prévue par la clause pénale est susceptible d'être réduite par le juge en application de l'article 1231-5 du Code civil en cas de caractère manifestement excessif (Sur ce sujet : « *Clause pénale* » 115, Liaisons sociales – Les Thématiques, Lamy, n°76, 1^{er} février 2020)

32 La déchéance contractuelle. La déchéance du terme est très fréquemment prévue par les contrats de prêt à intérêt. Celle-ci peut être prévue par une clause résolutoire et est fréquemment accompagnée par une clause pénale¹⁴⁸.

Les conditions de la déchéance du terme que les parties peuvent prévoir sont nombreuses : il s'agit dans la majorité des cas de l'absence de paiement des échéances¹⁴⁹ ou de la diminution des sûretés face aux créanciers¹⁵⁰.

Si la notion de la défaillance n'est pas définie par la loi, il est possible de considérer que l'incapacité d'honorer une seule échéance du prêt est susceptible d'entraîner la déchéance du terme¹⁵¹. Avant la mise en œuvre de la déchéance l'envoi d'une mise en demeure restée sans effet au créancier est toutefois obligatoire¹⁵².

Si les conditions de la déchéance du terme ne peuvent pas être potestatives¹⁵³, les tribunaux ne disposent que d'une marge d'appréciation réduite au regard de la déchéance du terme encourue en vertu d'une disposition conventionnelle¹⁵⁴. En pratique, la liberté contractuelle confère donc une marge de manœuvre importante aux établissements de crédit dans la détermination des conditions et des modalités de la déchéance du terme d'un contrat de prêt.

¹⁴⁸ LASSERRE-CAPDEVILLE J., STORCK M., ROUTIER R., MIGNOT M., KOVAR J.-P., ERESEO N., *Droit bancaire*, op.cit., p. 850 et 851, n°1778.

¹⁴⁹ CA Nîmes, 21 mai 2015, n° 13/05730 ; CA Douai, 6 septembre 2012, n° 11/07465.

¹⁵⁰ S'agissant de la diminution de la valeur des sûretés : Article 1305-4 du Code civil ; Sur ce sujet : « *Contrats Divers-Prêt à intérêt* », op.cit., n° 46 ; BAEZ J.M., « *Prêt à intérêt – Obligations des parties* », Fasc. 16, date d'actualisation : 24 mai 2023, n°50. Une décision illustrant ce point : Cass. com., 9 nov. 1965, Bull. civ. 1965, III, n° 566.

¹⁵¹ LASSERRE-CAPDEVILLE J., ROUSSILLE M., « *Crédit, Généralités et crédits aux entreprises* », op.cit., n°20

¹⁵² HANNOUN C., GENZOUY Y., « *Terme* », Rép. Civ, octobre 2017, date d'actualisation : avril 2023, n°39 ; SAMI T. CRÉDOT F.-J., « *Déchéance du terme : nécessité d'une mise en demeure en l'absence d'une disposition expresse contraire* », RDBF n° 6, Novembre 2015, comm. 183.

¹⁵³ Cass. civ. 1re, 24 mars 1984, Bull. civ. I, no 112.

¹⁵⁴ HANNOUN C., GENZOUY Y., « *Terme* », op.cit., n°50.

Cette marge de manœuvre est toutefois encadrée par le droit des procédures collectives. La Cour de cassation a eu l'occasion de se prononcer sur les clauses liant la déchéance du terme à la cessation de paiement qu'elle a déclaré réputée non écrite sur le fondement de l'article L.622-29 du Code de commerce. A cette occasion, elle a réaffirmé que les procédures de redressement judiciaire et de sauvegarde ne rendent pas exigibles les créances non échues¹⁵⁵.

La marge de manœuvre des établissements de crédit quant à la détermination du moment de la déchéance contractuelle n'est pas, à elle seule, susceptible d'instaurer une situation de déséquilibre entre une PME et l'établissement bancaire. Un tel déséquilibre semble résulter de la notion de déchéance légale qui impose des contraintes importantes tant au regard des PME traditionnelles qu'au regard des jeunes entreprises innovantes.

33 La déchéance légale. S'agissant des sources législatives de la déchéance du terme, il convient de mentionner en premier lieu la liquidation judiciaire : le jugement prononçant la liquidation judiciaire de l'entreprise rend la somme prêtée immédiatement exigible¹⁵⁶.

La déchéance légale peut également être liée à la diminution des sûretés garantissant l'obligation du débiteur ou à la défaillance de l'emprunteur d'honorer son obligation de remboursement¹⁵⁷. Cette condition, devenue plus contraignante depuis la réforme du

¹⁵⁵ Cass. com., 21 févr. 2012, n° 11-30.077, F-P+B, Salmon c/ CRCAM de l'Anjou, n° 2012-002864. Sur ce point : « *Toute clause qui lie directement ou indirectement la déchéance du terme à l'ouverture du redressement judiciaire d'un débiteur est nulle, y compris à l'égard des codébiteurs in bonis* », Lettre d'actualité des Procédures collectives civiles et commerciales n° 6, Mars 2012, alerte 85. Sur l'interdiction de la clause de déchéance du terme fondée sur la cessation des paiements ; LASSERRE-CAPDEVILLE J., STORCK M., ROUTIER R., MIGNOT M., KOVAR J.-P., ERESEO N., *Droit bancaire*, op.cit., p. 828 et 829, n°1734 ;

¹⁵⁶ Article L.643-1 du Code de commerce prévoit désormais, au-delà de la diminution des sûretés, l'absence de fourniture des celles-ci.

¹⁵⁷ Article 1305-4 du Code civil. Sur ce point : « *Déchéance du terme* », Lamy, Formulaires ProActa droit des affaires, I.375-70, date d'actualisation : 18 septembre 2023

droit des contrats¹⁵⁸, est susceptible de constituer une source d'incertitude pour les jeunes entreprises innovantes.

Il convient d'abord de souligner que la déchéance légale par la diminution de sûretés est soumise à des conditions protectrices à l'égard du débiteur. La sûreté en question doit être spéciale et doit faire l'objet d'un contrat entre les parties¹⁵⁹. Par ailleurs la diminution de la sûreté doit être imputable au débiteur afin que la déchéance puisse être retenue¹⁶⁰.

Les dispositions relatives à la déchéance du terme ne fournissent cependant pas de précisions concernant la notion de la diminution. En effet, la déchéance intervient en cas de baisse de la valeur du bien garantissant l'obligation du débiteur. Or, cette baisse n'est pas aisée à apprécier dans le cadre de sûretés constituées sur des biens incorporels, notamment sur les droits de propriété intellectuelle et sur les créations numériques comme les logiciels, qui font très fréquemment partie du patrimoine des jeunes entreprises innovantes. Ainsi comment faut-il interpréter la notion de la diminution au regard des biens incorporels, et notamment au regard du fonds de commerce électronique¹⁶¹ ? Il est également possible de se demander si, en cas d'indisponibilité durable d'une application ou d'un logiciel grevé de nantissement, la diminution de la sûreté pourrait ou non être retenue.

La notion de diminution des sûretés soulève également des questions au regard du fonctionnement du nantissement constitué sur le compte-titre de l'entreprise débitrice. En effet, les événements qui sont susceptibles d'intervenir dans la vie d'une *start-up* (prise de participation par un capital-risqueur) sont susceptibles d'aboutir à la

¹⁵⁸ Sur ce point : « *Déchéance du terme* », op.cit.

¹⁵⁹ HANNOUN C., GENZOUY Y., « *Terme* », op.cit., n°67.

¹⁶⁰ Ibidem, op.cit., n°78.

¹⁶¹ La question peut se poser en cas de substitution du fonds commerce par un nouveau : REYGROBELLET A., « *Droit et pratique des baux commerciaux* », Dalloz action, 2017-2018, Chapitre 712.52. Réflexions sur la diminution : RANDOUX D. « *Aspects juridiques du désinvestissement : remise en cause de la prépondérance de la clientèle ?* », JCP N, 100596, n° 19, 11 mai 1990, n°25.

conclusion des pactes d'actionnaires avec la jeune entreprise innovante¹⁶². A ce titre il est possible de s'interroger sur l'articulation entre la notion de diminution des sûretés et les clauses couramment pratiquées par les capitaux-risqueurs visant à limiter la cession des titres financiers, telles que la clause d'inaliénabilité¹⁶³. De notre point de vue, la conclusion des clauses restreignant la cessibilité des titres financiers de la *start-up* pourrait être considérée comme diminuant les sûretés garantissant le remboursement du prêt dans la mesure où elle pourrait avoir un impact négatif sur la valeur des titres concernés.

C) Les risques encourus par les établissements de crédit : un obstacle au financement des *start-up*

34 Le financement des jeunes pousses par les établissements de crédit : quels risques ? Si du point de vue des *start-up* le financement par le crédit reste risqué, il convient de se demander se demander sur les éventuels dangers auxquels les établissements de crédit sont exposés lorsqu'ils financent des *start-up*. Parmi ces risques figurent bien entendu les enjeux prudentiels liées aux fonds propres et à la gouvernance des établissements de crédit. Nous aborderons ces derniers dans une section dédiée¹⁶⁴. Dans la présente section nous examinerons les potentiels risques que les établissements de crédit sont susceptibles de

¹⁶² Les statuts constituent le contrat de société dont l'objet est « *une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter* » (Article 1832, al. 1 du Code civil). Les pactes extrastatutaires ou pactes d'associés (également appelés pactes d'actionnaires s'ils sont prévus au sein des sociétés par actions) quant à eux, peuvent être définis comme « *les contrats conclus entre personnes qui présentent une qualité particulière, celle d'être actionnaire d'une même société, et à une fin spécifique pour ces dernières, celle de préciser, en dehors des statuts, les relations qu'elles entretiennent en cette qualité* » (LEROY C., *Le pacte d'actionnaires dans l'environnement sociétaire*, thèse, Université de Paris-est Créteil Val de Marne, 2010, p. 24)

¹⁶³ L'existence d'une clause d'inaliénabilité n'est pas de nature de faire obstacle à la constitution d'un nantissement sur les titres. Elle est cependant susceptible de retarder la réalisation de la sûreté à la date de fin de l'inaliénabilité : Cass. com., 30 sept. 2008, n° 07-12-768, F-P+B, Gourio c/ SA Boursorama : n° 2008-045192 note CERLES A., « *Gage de compte d'instruments financiers. Indisponibilité temporaire des instruments* », RDBF n° 6, Novembre 2008, comm. 171. A voir également : FERRY C., « *Portée des clauses d'inaliénabilité ayant pour objet des actions* », Dr. sociétés, n° 7, Juillet 2010, étude 12, n°4.

¹⁶⁴ La seconde section du présent Chapitre.

connaître en cas d'engagement de leur responsabilité par une jeune pousse notamment sur le fondement de soutien abusif et de l'obligation de mise en garde.

35 Les différents types de risques. Si les risques encourus par les établissements de crédit en cas d'insolvabilité des entreprises financées semblent atténués par les évolutions législatives récentes (1), les obligations résultant du devoir de mise en garde des établissements de crédit semblent toujours comporter des incertitudes au regard des établissements souhaitant financer de jeunes entreprises innovantes (2).

1) *Une responsabilité atténuée au fil des évolutions législatives*

36 La réduction du champ d'application de la notion de soutien abusif. La responsabilité des établissements de crédit peut être engagée dans certaines situations, en cas d'octroi de crédit à une personne morale. Le soutien abusif du crédit, est une création de la jurisprudence de la Cour de cassation et a pour objet de permettre l'engagement de la responsabilité de l'établissement de crédit prêteur qui aurait créé une apparence de solvabilité pour une entreprise financée. Afin de qualifier un crédit d'abusif, ce dernier doit s'avérer ruineux pour l'entreprise débitrice ou être accordé à une entreprise dont la situation est irrémédiablement compromise¹⁶⁵. Avant 2006, le champ d'application du soutien abusif était plus large que la portée d'une procédure collective. Le dispositif protecteur concernait les entreprises qui n'étaient simplement pas viables au moment du crédit accordé¹⁶⁶, sans qu'elles ne se trouvent en cessation de paiement¹⁶⁷. Si cette situation n'était pas favorable à l'octroi de crédits aux entreprises en cours démarrage, ces opérations ont toutefois été appréciées « avec bienveillance » par la jurisprudence¹⁶⁸.

¹⁶⁵ LEGEAIS D., « *Les actions en soutien abusif* », Rev. proc. coll., n° 4, Juillet 2013, dossier 27, (p. 64 à 71), n°26.

¹⁶⁶ CA Metz, 8 février 2007, n° 2007-342008. Sur ce point : LEGEAIS D., « *Les actions en soutien abusif* », op.cit., p. 2, n°7.

¹⁶⁷ Cass.com., 23 octobre 2001, n° 99-18.441, 99-18.554. Sur ce point : LEGEAIS Dominique, « *Les actions en soutien abusif* », op.cit., p. 2, n°7.

¹⁶⁸ Cass. com., 22 mars 2005, 03-14.824, n°2005-027785. Sur ce point : LEGEAIS D. « *Responsabilité du banquier fournisseur de crédit* », Fasc. 500, JCl. Banque, Crédit, Bourse, date d'actualisation : 10 mars 2022, n°139.

Le champ d'application des actions intentées sur ce fondement a été cependant limité par l'entrée en vigueur de la loi du 26 juillet 2005¹⁶⁹. Cette modification législative avait pour objet de rompre avec le principe de responsabilité établi par la jurisprudence antérieure et de consacrer le principe de quasi-irresponsabilité des créanciers fournisseurs de crédit afin d'encourager l'activité de prêt¹⁷⁰. Ainsi, au sens de l'article L.650-1 du Code monétaire et financier, la responsabilité de l'établissement de crédit ne peut être engagée lorsqu'il accorde un crédit à une entreprise en procédure de sauvegarde, redressement ou liquidation, sauf en cas de fraude, d'immixtion caractérisée ou de garanties disproportionnées exigées de l'entreprise débitrice¹⁷¹. S'agissant de la disproportion des garanties, il convient de noter que la notion de garantie semble être interprétée largement¹⁷² et qu'il existe encore aujourd'hui une incertitude quant à l'appréciation de la disproportion.¹⁷³ Il n'en reste pas moins que le champ d'application pour la notion de soutien abusif s'est considérablement réduit au fil des dernières années. Le nouveau texte vise uniquement les cas de cessation de paiement et n'a pas vocation à s'appliquer à des crédits consentis aux créations d'entreprises¹⁷⁴. Il semble ainsi exclure, dans une grande mesure, les crédits accordés aux *start-up* qui peuvent être des entreprises en cours de formation ou encore des sociétés n'ayant pas encore démarré leur activité sur le plan opérationnel.

2) *L'engagement de la responsabilité d'un établissement de crédit par une start-up sur le fondement du devoir de mise en garde de la banque*

37 La première composante de l'obligation de mise en garde : l'obligation de renseignement sur la situation financière de l'emprunteur. Les établissements de crédit

¹⁶⁹ Loi n° 2005-845 du 26 juillet 2005 de sauvegarde des entreprises.

¹⁷⁰ LEGAIS D., « *Les actions en soutien abusif* », op.cit., p. 4, n°16.

¹⁷¹ Ibidem, n°27. Sur ce sujet également : BONNEAU T., *Droit bancaire*, op.cit., p. 737, n°983

¹⁷² Au-delà des suretés personnelles et réelles elle est susceptible de couvrir les lettres d'intention, les garanties négatives et de nombreux mécanismes juridiques.

¹⁷³ Il convient toutefois de retenir que le cumul des garanties ne mène pas nécessairement à une telle situation. Sur ce sujet : BONNEAU T., *Droit bancaire*, op.cit., p. p. 737, n°983

¹⁷⁴ LEGAIS D., « *Responsabilité du banquier fournisseur de crédit* », op.cit., n°163.

qui accordent des crédits à des entreprises en phase de démarrage sont également soumis à un risque en raison de l'existence d'un devoir de mise en garde qui peut constituer un fondement de l'engagement de leur responsabilité. Cette obligation est d'origine prétorienne¹⁷⁵ et consiste en une exigence préalable de renseignement sur le patrimoine, les revenus et les charges du futur emprunteur. La banque doit donc se renseigner sur la capacité financière de l'emprunteur¹⁷⁶. La banque est également tenue par son devoir d'alerte vis-à-vis client notamment en ce qui concerne le risque de surendettement. Si l'établissement de crédit l'estime nécessaire après l'analyse de la situation du client, il est libre de refuser le crédit à l'entreprise de manière discrétionnaire¹⁷⁷.

L'établissement de crédit doit mener un examen plus poussé en cas de financement de l'entreprise créée par une personne ne disposant pas d'expérience préalable dans l'entrepreneuriat. Dans l'évaluation de la société, le banquier ne doit pas se fier à des estimations irréalistes qui ne sont pas établies par des professionnels¹⁷⁸ mais doit fonder sa décision sur des documents comptables réalistes et cohérents¹⁷⁹. Par ailleurs, la banque doit fonder son analyse sur le bilan actualisé de l'entreprise¹⁸⁰, il doit récupérer des documents établis par des professionnels et doit se méfier des éléments qui ne reflètent manifestement pas la réalité de l'entreprise. L'établissement de crédit est tenu, en outre, de procéder à un examen du bilan de l'entreprise financée, consulter les bases de données nécessaires (Banque de France, Centrale des bilans)¹⁸¹.

¹⁷⁵ Cass. ch. mixte, 29 juin 2007, n° 06-11.673, P+B+R+I, Fusco c/ Union bancaire du Nord : n° 2007-039908 et n° 2007-039909. Sur ce point : LEGEAIS D., « *Responsabilité du banquier fournisseur de crédit* », op.cit., n° 4.

¹⁷⁶ CA Douai, 19 janv. 2012, n° 2012 ; 002683. Sur ce point : LEGEAIS D., « *Responsabilité du banquier fournisseur de crédit* », op.cit., n° 29 et s.

¹⁷⁷ BONNEAU T., *Droit bancaire*, op.cit., p. 748, n°989.

¹⁷⁸ CA Paris, 15e ch. A, 23 janv. 2001, n° 2001-141276 002683 (sur ce point : LEGEAIS D., « *Responsabilité du banquier fournisseur de crédit* », op.cit., n°35).

¹⁷⁹ CA Rouen, 13 sept. 2001, n° 2001-173231. Sur ce point : LEGEAIS D., « *Responsabilité du banquier fournisseur de crédit* », op.cit., n° 35.

¹⁸⁰ LEGEAIS D., « *Responsabilité du banquier fournisseur de crédit* », op.cit., n°36

¹⁸¹ Ibidem. n°36, n°37 et n°38 ; MIGNOT M., LASSERRE-CAPDEVILLE J., STORCK M., ERESEO N., KOVAR J.-P., *Droit bancaire*, op.cit., p. 818, n°1716 et s..

Le banquier doit également tenir compte du *score* obtenu par l'entreprise en quête de financement. Il s'agit d'une appréciation des risques basée sur le calcul de probabilité de défaut « *qui affecte aux informations collectées une pondération différente en fonction des critères préétablis* »¹⁸². La technique de *credit scoring* dispose d'une importance particulière dans l'attribution des crédits aux particuliers mais remplit également un rôle important dans le cas des crédits accordés aux entreprises.

De telles recherches sur la solvabilité d'une *start-up* peuvent constituer un frein à l'obtention du financement par cette dernière. En effet, les jeunes entreprises, surtout en phase d'amorçage, ne tiennent pas nécessairement une comptabilité régulière et sont susceptibles de ne pas pouvoir fournir d'estimations et analyses sérieuses au regard de leur situation à venir. Il ne s'agit toutefois pas d'un obstacle absolu pour les *start-up*, notamment pour celles ayant déjà commencé la commercialisation de leur produit, et étant en phase *early stage*.

Outre ces obligations, les banques doivent des renseignements à leurs clients et peuvent également fournir du conseil à ces derniers. Cependant, le banquier n'est, en principe, pas soumis à un devoir de conseil, ce qui pourrait s'avérer contraire avec son devoir de non-ingérence¹⁸³. Cette solution, confirmée par un arrêt de la Cour de cassation en date du 13 janvier 2015¹⁸⁴, ne favorise pas les petites et moyennes entreprises qui peuvent ainsi voir les échanges avec le chargé de crédit limités. Le devoir de non-immixtion des établissements de crédit est par ailleurs en cours de disparition au profit d'un autre devoir : le devoir de mise en garde.

¹⁸² SALGUEIRO A., « *Évaluation de la solvabilité d'un emprunteur* », Fasc. 512, JCl. Banque - Crédit – Bourse, date d'actualisation : 5 décembre 2014, n°129.

¹⁸³ MIGNOT M., LASSERRE-CAPDEVILLE Jérôme, STORCK M., ERESEO N., KOVAR J.-P., *Droit bancaire*, op.cit., p. 982, n°2056. Sur l'existence d'un devoir de conseil dans certains cas : KLINGUS N. « *Le banquier dispensateur de crédit et le devoir d'information et de conseil* ». RDBF, 1°, janvier-février 2023, n°18 et suivants.

¹⁸⁴ Cass. com., 13 janvier 2015, n°13-25.856. (MIGNOT M., LASSERRE-CAPDEVILLE Jérôme, STORCK M., ERESEO N., KOVAR J.-P., *Droit bancaire*, op.cit., p. 982, n°2056).

38 Le devoir de mise en garde, le devoir d’alerte et les risques liés au financement des jeunes entreprises innovantes. Il n’est, en principe, pas interdit d’accorder un prêt excessif à un client. Le banquier chargé de l’octroi du crédit doit toutefois mettre en garde les emprunteurs non-avertis sur le risque de non-remboursement et de l’endettement qu’ils encourent¹⁸⁵. De plus, il incombe à l’établissement de justifier l’accomplissement de ce devoir¹⁸⁶.

Afin d’engager la responsabilité d’un établissement de crédit sur le fondement de l’obligation de mise en garde, il convient d’abord de démontrer que le crédit accordé à l’emprunteur était excessif¹⁸⁷. La question est de savoir si le crédit est bien adapté à la capacité financière du client¹⁸⁸. En pratique, l’existence du devoir de mise en garde est retenue même si l’emprunteur ne pouvait pas ignorer que le crédit était excessif¹⁸⁹. La responsabilité de l’établissement de crédit peut être recherchée si elle accorde un emprunt à une entreprise sans avenir¹⁹⁰. Ainsi, la difficulté de l’appréciation de la viabilité d’une société est susceptible de constituer un frein au regard du financement de celle-ci. Or, l’évaluation de la viabilité des projets portés par les jeunes entreprises innovantes peut s’avérer particulièrement délicate étant donné les ressources faibles et le caractère incorporel des biens constituant le patrimoine d’une *start-up*. Il est toutefois nécessaire de préciser que l’engagement de la responsabilité d’un établissement n’est pas aisé : le client doit établir la faute, le préjudice et le lien de causalité. En cas de crédit accordé aux entreprises en phase de démarrage, la faute de

¹⁸⁵ Cass, com., 3 mai 2016, n°14-11.358.

¹⁸⁶ Cass. com., 11 déc. 2007, n° 2007-041947. Sur ce point: LEGEAIS D., « *Responsabilité du banquier fournisseur d crédit* », op.cit., n°41.

¹⁸⁷ Cass. com., 18 janv. 2017, n° 15-17.125, n° 2017-003748 ; à contrario, si le crédit n’est pas excessif la responsabilité de l’établissement ne saura être engagée : Cass. 1re civ., 19 nov. 2009, n° 08-13.601, FS P+B+I, Épx Dupuis c/ Sté Cetelem. Sur ce point: LEGEAIS D., « *Responsabilité du banquier fournisseur du crédit* », op.cit., n°11.

¹⁸⁸ Cass. 1re civ., 17 déc. 2009, n° 2015-003857. Sur ce point: LEGEAIS D., « *Responsabilité du banquier fournisseur du crédit* », op.cit., n°11.

¹⁸⁹ Cass. 1re civ., 24 sept. 2009, n° 2009-049540 . Sur ce point: LEGEAIS D., « *Responsabilité du banquier fournisseur du crédit* », op.cit., n°11.

¹⁹⁰ LEGEAIS D., « *Synthèse - Responsabilité du banquier* », JCl. Banque - Crédit – Bourse, date d’actualisation : 1^{er} décembre 2022, op.cit., n°23.

l'établissement n'est retenue qu'en cas d'échéances trop élevées, et si la prise de risque de l'établissement de crédit était déraisonnable¹⁹¹.

39 La *start-up* et la notion d'emprunteur averti. Il convient de souligner que la mise en garde n'est pas obligatoire vis-à-vis tous les clients de la banque en quête d'un financement par crédit. Elle est seulement obligatoire à l'égard des emprunteurs non-avertis¹⁹². Il n'est toutefois pas certain qu'une *start-up* entre dans la catégorie de client non-averti eu égard à sa qualité de personne morale¹⁹³. Or, si la *start-up* s'avère être un client averti, le risque de la responsabilité de l'établissement de crédit est largement atténué¹⁹⁴.

L'interprétation de la notion de client non-averti est aujourd'hui marquée par l'incertitude¹⁹⁵. Cette frontière fluctuante entre client averti et non averti fait peser un risque juridique sur les établissements de crédit. En effet, les *start-up* sont bien souvent des sociétés récemment formées (ou encore en cours de formation) avec des mandataires sociaux parfois peu expérimentés dans le monde des affaires. Or, la qualification de client non-averti est fondée sur la capacité de l'emprunteur à apprécier le risque de crédit. Cette appréciation de la qualité de client non-averti s'effectue *in*

¹⁹¹ Cass. com., 11 avr. 2012, n° 446. – CA Paris, 10 déc. 2009, n° 2009-016525. Sur ce point : LEGEAIS D., « *Responsabilité du banquier fournisseur de crédit* », op.cit., n°17.

¹⁹² Il est au prêteur de prouver la qualité avertie de l'emprunteur : Cass. com., 17 nov. 2009 n° 08-70.197. Sur ce point : LEGEAIS D., « *Responsabilité du banquier fournisseur de crédit* », op.cit., n°20 et s. ; FAVARIO T., « *Les contours jurisprudentiels du devoir de mise en garde du banquier à l'égard de l'emprunteur non averti* », RDBF n° 3, Mai 2010, étude 12, (p. 22 à 27), spéc n°9.

¹⁹³ La Cour de cassation procède toutefois à une analyse *in concreto* dans la détermination du caractère averti ou non de l'emprunteur (sur ce point : MAHEY N., « *Le devoir de mise en garde du banquier à l'égard de l'emprunteur professionnel* », JCP E, 1542, n° 29, 21 Juillet 2011, (p. 33à 39), n°11.

¹⁹⁴ Il convient de noter que responsabilité de l'établissement accordant un crédit à un emprunteur averti peut également être retenue si ce dernier démontre que l'établissement de crédit « *avait en sa possession des éléments que lui-même était en droit d'ignorer* » (LEGEAIS D. « *Responsabilité du banquier fournisseur de crédit* », op.cit., n°46). Exemples : Cass. 1re civ., 12 juill. 2005 : Bull. civ. 2005, I, n° 325 et Cass. com., 24 mars 2009, n° 2009-047598.

¹⁹⁵ VARNAV M., *La gestion des risques juridiques bancaires, étude appliquée aux obligations d'information, de mise en garde et de conseil*, thèse, Université Paris I – Panthéon Sorbonne, p. 404, n°689

*concreto*¹⁹⁶. Les caractéristiques du crédit sont également prises en compte dans l'analyse du profil de l'emprunteur¹⁹⁷. Les critères utilisés par la jurisprudence pour la qualification de l'emprunteur averti et non-averti ne correspondent pas à ceux distinguant les consommateurs des professionnels. La distinction est plus fine. Parmi les éléments pris en compte figurent la compétence de l'emprunteur d'apprécier le contenu de l'emprunt, sa capacité de mesurer le risque pris, l'expérience du secteur considéré. Les étudiants sont notamment considérés comme des profanes. Or, l'une des catégories de *start-up*, les *spin-off*, les *start-up* souvent issues des projets universitaires, sont susceptibles de disposer de dirigeant qui ont encore la qualité d'étudiant¹⁹⁸. *A contrario*, les cadres et les dirigeants ne peuvent pas bénéficier de la mise en garde. Cependant, le dirigeant disposant de l'expérience professionnelle dans le domaine d'activité peut également bénéficier de la qualification d'emprunteur non-averti. C'est le cas du dirigeant sans expérience, jeune et néophyte n'ayant aucune expérience professionnelle¹⁹⁹. La qualification d'emprunteur non-averti pourrait finalement être applicable à une proportion significative de dirigeants de *start-up*. Le risque auquel l'établissement de crédit s'expose en présence d'un dirigeant non expérimenté ou encore étudiant peut donc également influencer sur la décision d'octroi de crédit.

Si l'entreprise en question à laquelle le crédit est accordé est considérée comme une emprunteuse avertie, l'établissement de crédit prêteur doit tout de même éclairer l'entreprise en question sur les avantages et inconvénients du crédit consenti. Le devoir

¹⁹⁶ Cass.com., 28 mars 2018, n° 16-26.210 ; MIGNOT M., « *Le devoir de l'emprunter de sa caution : devoir d'informer, de conseiller ou de s'abstenir de contacter* », in : LASSERRE-CAPDEVILLE J., STORCK M., *Crédit, Aspects juridiques et économiques*, Dalloz, 2012, p. 78 et s.

¹⁹⁷ CA Limoges, 9 déc. 2014, n° RG 13/01205, n° 2014-032252 (LEGEAIS D. « *Responsabilité du banquier fournisseur de crédit* », op.cit., n°111)

¹⁹⁸ FRANCOIS V., « *Les dynamiques entrepreneuriales d'une spin off universitaire en phase d'émergence et lauréate du concours BPI* », Rev. de l'Entrepreneuriat, Vol. 14, 2015/1, p. 44 ; sur la notion du *spin-off* universitaire : KRICHEN K., *Sur la notion des spin-off universitaires : Etude du processus d'émergence des spin-offs universitaires tunisiennes*, thèse, Université d'Avignon et des pays de Vaucluse, 2015, p. 9 à 13.

¹⁹⁹ Cass. com., 11 avr. 2012, arrêt n° 446, 10-25.904, FS-P+B, n° 2012-007024. Sur ce point : LEGEAIS D., « *Responsabilité du banquier fournisseur de crédit* », op.cit., n°26.

d'éclairer qui incombe aux banques vis-à-vis des clients particuliers ou professionnels est consacré par une décision du 12 juillet 2005²⁰⁰. La teneur de cette obligation reste cependant imprécise, ainsi que la sanction qui découle du manquement à satisfaire au devoir d'éclairer²⁰¹. Il peut s'agir d'une simple déduction des intérêts au profit du client²⁰². Il convient de préciser que le devoir d'éclairer n'a pas été consacré par la jurisprudence depuis la décision fondatrice de 2005, ce qui permet de penser que cette obligation a été absorbée par le devoir de mise en garde.

Il ressort de ce qui précède que l'obligation de mise en garde peut ainsi constituer un potentiel frein pour les établissements de crédit souhaitant accorder des prêts aux *start-up*. Elle n'est cependant pas le frein unique. L'exigence de sûretés, qui accompagnent très fréquemment les contrats de crédit, peut également présenter un potentiel obstacle majeur aux jeunes entreprises innovantes.

2§) *L'inadéquation de certaines sûretés au modèle d'affaires des start-up*

40 Les mécanismes d'atténuation du risque de crédit. Les sûretés font partie des mécanismes permettant d'atténuer le risque de non-remboursement du crédit bancaire. Cependant, elles ne sont pas les seuls mécanismes permettant d'atteindre cet objectif. Il est possible notamment d'évoquer les garanties comme des mécanismes alternatifs²⁰³.

²⁰⁰ Cass. 1re civ., 12 juill. 2005, n° 2005-029447. Sur ce point : LEGEAIS D., « *Responsabilité du banquier fournisseur de crédit* », op.cit., n°7.

²⁰¹ LEGEAIS D., « *Responsabilité du banquier fournisseur de crédit* », op.cit., n°7.

²⁰² L'appréciation du préjudice subi est effectuée au cas par cas.

²⁰³ Les techniques contractuelles appelées garanties sont dotées d'un objectif similaire à celle de sûretés mais leur acception est plus large. Il s'agit de techniques issues de la théorie générale des obligations et qui visent à faciliter le recouvrement de la créance du créancier. Aucun texte législatif ne les définit, pour autant que certains articles du Code de commerce, notamment en matière de soutien abusif et de conventions réglementées, y fassent référence (L.225-35, al. 4 et L.225-68, al. 1 du Code de commerce). Ces techniques font parfois l'objet de reconnaissance législative, si un encadrement de leur régime juridique semble nécessaire. Plusieurs garanties ont fait l'objet récemment de définitions juridiques et ont été classées progressivement dans le domaine des sûretés : c'est le cas notamment de la clause de réserve de propriété ou de la garantie autonome. Sur ce point : BREMOND V., BOURASSIN M., *Droit des sûretés*, Sirey, 7 janvier 2020, p. 6 et 7, n°8 à 10.

Il convient notamment de mentionner la convention de blocage. Cette technique fréquemment employée dans le cadre d'un contrat de crédit bancaire oblige les actionnaires de l'entreprise en question à maintenir un certain niveau d'apport en compte courant d'associés jusqu'au remboursement de la dette.

Au-delà des garanties, il convient également d'évoquer les différentes clauses du contrat de crédit et notamment la clause de remboursement anticipé. Une telle clause est valide tant qu'elle ne confère pas un avantage excessif au prêteur. La détermination du prix prévu par la clause est à la discrétion du prêteur : seul l'abus dans la détermination est sanctionné²⁰⁴. Étant donné la liberté de l'établissement de crédit dans la détermination des conditions de remboursement anticipé, cette clause peut s'avérer contraignante pour les jeunes entreprises qui doivent rester vigilantes au regard des conditions figurant dans la convention.

Les *covenants* bancaires, et en particulier les *covenants* négatifs (visant à limiter le montant des dividendes en période de remboursement de prêt²⁰⁵), ne semblent pas compatibles avec la trésorerie limitée ou encore avec l'objectif de croissance des *start-up*. La présence des *covenants* négatifs peut notamment limiter l'attractivité de la *start-up* aux yeux des futurs investisseurs. Les *covenants* négatifs sont également susceptibles de figer la structure financière de la *start-up* et éventuellement faire obstacle à un futur investissement en capital ou même à un *exit*²⁰⁶ réussi par

²⁰⁴ « *Indemnité de remboursement anticipé. Interprétation de la clause* », op.cit. La clause de remboursement anticipé relève en principe la liberté contractuelle entre les parties et peut seulement être considérée comme une clause pénale hormis dans certaines situations, relativement rares. C'est notamment le cas où la clause consiste en la majoration du taux d'intérêt contractuel prévu entre les parties (Sur ce sujet : HEINICH J., « *Remboursement anticipé d'un prêt et clause pénale* » op.cit.). La qualification de la clause de remboursement comme une clause pénale peut remettre en cause l'efficacité de cette dernière : en effet l'indemnité prévue par la clause pénale est susceptible d'être réduite par le juge en application de l'article 1231-5 du Code civil en cas de caractère manifestement excessif (Sur ce sujet : HEINICH J., « *Remboursement anticipé d'un prêt et clause pénale* » op.cit.).

²⁰⁵ BOLIDEAU J., CHERIEF I., LABELLE R., « *Les caractéristiques des contrats de dette et les clauses restrictives comptables : quels liens ?* » Comptabilité et Connaissances, Mai 2005, p. 6 et 7.

²⁰⁶ Sur les différentes stratégies d'exit des *start-up* : DOHAN DALAY H., FOSFURI A., *Start-ups exit strategies in markets for technology* In : REUER J. J., MATUSIK S. F., JONES J., *The Oxford Handbook of Entrepreneurship and Collaboration*, Oxford University Press, 2019, p. 223 à 226 ; HEGE

l'introduction en bourse. Outre les *covenants* négatifs, d'autres clauses peuvent également s'avérer difficilement compatibles avec la structure des jeunes entreprises innovantes (*covenants* positifs²⁰⁷ ou d'autres dispositions visant restreindre les fusions

Ulrich, « *L'évaluation et financement des start-up d'internet* », Rev. économique Vol. 52., 2001/7, p. 294 et s.

²⁰⁷ Ces *covenants* imposent une obligation positive aux entreprises. Ces clauses peuvent imposer le respect d'un certain nombre de ratio financiers, notamment à la clôture annuelle de ses comptes (calculés en fonction de la dette financière nette et les fonds propres de l'entreprise par exemple (MASSET A., MURAT P., VERYHENKO I., HARB E., *Finance*, Dunod, 2014, p. 166). Les *positive covenants* peuvent être distingués en fonction de la nature de l'obligation imposée aux débiteurs : il peut s'agir de *covenants* d'information ou de *covenants* financiers. Les *covenants* financiers, qui peuvent être considérés comme une catégorie de *positive covenants*, correspondent à des plafonds de valeurs à respecter et imposent aux entreprises des ratios financiers que ces dernières doivent atteindre. L'objectif de ces *covenants* est de permettre au prêteur de mesurer la capacité de l'emprunteur pour supporter la dette totale, la capacité d'honorer sa dette et la flexibilité financière de l'emprunteur. Les *covenants* d'information ont pour objet de réduire de l'asymétrie d'informations entre le prêteur et l'emprunteur, par la fourniture d'information financière concernant tout évènement concernant la situation financière de l'emprunteur (sur ce point : TERREN A., THOMAS P., « *Les covenants des contrats de dettes font-ils naître un risque de gestion de fait pour les créanciers financiers ?* », RDBF n° 4, Juillet 2015, étude 11, (p.16 à 19) et 5, n°4). Elles sont habituellement utilisées dans les opérations liées aux fusions et acquisitions et plus spécifiquement aux *leverages buy out* (ou LBO) et sont moins susceptibles d'apparaître dans les contrats de prêts conclus avec les jeunes entreprises innovantes, qui produisent peu de chiffre d'affaires au cours des trois premières années de leur existence en général²⁰⁷. Leur emploi dans les crédits accordés aux *start-up* ne peut cependant pas être exclu (EKPU U. V., *Determinants of Bank Involvement with SMEs*, Springer, 2015, p. 24). Ces clauses comportent des similarités avec celles figurant dans les pactes d'actionnaires fréquemment conclus entre *start-up* et capitaux-risqueurs. Ces derniers tiennent souvent compte de la performance de la *start-up* (clause de *ratchet* ; clause de sortie conjointe) (sur ce point : GUILLHON B., *Capital-risque et financement de l'innovation: Évaluation des startups*, ISTE Edition, 2019, p. 26). L'emploi de *covenants* financiers ou d'information dans un contrat de crédit conclu avec une *start-up* peut toutefois s'avérer extrêmement risqué puisqu'au cours des premières années, la performance des jeunes entreprises innovantes étant incertaine. Or, en l'absence de performance financière suffisante, elles risqueraient la déchéance du terme du prêt contracté. Etant donné le caractère intrusif des *covenants* dans la gestion de l'entreprise il est possible de s'interroger si l'établissement de crédit n'encourt pas le risque de requalification en dirigeant de fait. Une telle possibilité a été reconnue en cas d'obtention de l'établissement du crédit d'une voix dans les instances dirigeantes ou encore dans le cas du *covenant* prévoyant la déchéance du terme en cas de changement dirigeant (TERREN A., THOMAS P., « *Les covenants des contrats de dettes font-ils naître un risque de gestion de fait pour les créanciers financiers ?* », *op.cit.*, p. 2 et s., n°7 et s.).

avec d'autres entités (*restrictive clause*²⁰⁸). Notre analyse ne s'étend toutefois pas à l'ensemble des clauses du contrat de crédit mais reste limitée aux sûretés.

41 L'objectif des sûretés : la protection des créanciers. L'intérêt des sûretés (comme celui des garanties) découle des préoccupations liées au rapport débiteur-créancier. Le créancier peut, dans certains cas avoir le droit de recourir à l'exécution forcée sur le patrimoine du débiteur. Ce droit, communément appelé droit de gage général, reconnu au sein de l'article 2284 du Code civil, ne confère toutefois qu'une sécurité très limitée aux créanciers. L'objectif des sûretés et des garanties lesquelles viennent s'ajouter au droit de gage général, est précisément de permettre au créancier de recourir à l'exécution forcée de manière efficace et de réduire le risque lié à la perte de la créance²⁰⁹. Les sûretés visent dès lors à assurer l'obtention efficace de la créance par le créancier malgré l'insolvabilité du débiteur²¹⁰.

Si les sûretés semblent des outils pertinents en présence d'une jeune entreprise innovante du point de vue du créancier (en raison de la probabilité de défaillance peut être élevée de la jeune pousse) elles présentent comme un engagement lourd du point de vue des *start-up*. En cas de déchéance du terme du crédit consenti à la jeune pousse, cette dernière peut être privée des biens grevés de sûretés²¹¹.

²⁰⁸ BOLIDEAU J., CHERIEF I., LABELLE R., « *Les caractéristiques des contrats de dette et les clauses restrictives comptables : quels liens ?* », op.cit., p. 6 à 8.

²⁰⁹ SIMLER P., DELEBECQUE P., *Droit civil, Les sûretés, La publicité foncière*, Dalloz, 8^{ème} édition, avril 2023, p. 2, n°2.

²¹⁰ BREMOND V., BOURASSIN M., *Droit des sûretés*, op.cit., p. 6, n°8.

²¹¹ Une grande partie des sûretés sont réalisées en cas d'exigibilité de la dette bancaire (en cas de déchéance du terme du crédit). Une sûreté l'accessoire d'une ou plusieurs créances, si elle en suit le sort (SIMLER P., DELEBECQUE P., *Droit civil, Les sûretés, La publicité foncière*, op.cit., p. 8 ; BREMOND V., BOURASSIN M., *Droit des sûretés*, op.cit., p. 498). Le caractère accessoire suppose que la sûreté soit réalisée au moment de la déchéance du terme de prêt. Cela fait encourir un double risque à l'entreprise débitrice, qui découle de la nature même des sûretés réelles accessoires : celui de la réalisation automatique de la sûreté et l'exigibilité du crédit bancaire. Cette caractéristique commune aux sûretés réelles mobilières semble comporter un risque au regard des entreprises avec une trésorerie faible comprenant les jeunes pousses.

42 L'inadéquation de certaines sûretés au regard des *start-up*. Dans le présent paragraphe nous chercherons à comprendre en quoi certaines des sûretés sont inadaptées aux *start-up*. Notre analyse portera sur les sûretés conventionnelles qui sont, par opposition aux sûretés judiciaires, issues d'un contrat conclu entre les parties²¹². Notre recherche consistera à identifier les sûretés présentant un intérêt pour les *start-up* nous aborderons d'abord les sûretés réelles (A) pour poursuivre notre analyse par les sûretés personnelles (B).

A) Le nombre faible des sûretés réelles adaptés aux *start-up*

43 Les différents types de sûretés et leur possible adéquation aux *business model* des *start-up*. Une grande partie des sûretés réelles s'avèrent bien souvent inadaptées aux *start-up* et peu intéressantes pour les jeunes pousses. Il convient néanmoins de rechercher si certaines sûretés réelles se présentent comme des sûretés adaptées aux jeunes entreprises innovantes.

Les sûretés réelles reposent sur une affectation préférentielle d'un ensemble de biens au profit du créancier²¹³. Ils peuvent porter sur des biens meubles ou immeubles et sur les biens corporels ou incorporels²¹⁴. Seulement certains de ces sûretés semblent en adéquation avec les caractéristiques d'une jeune entreprise innovante.

En effet, l'absence de biens corporels dans le patrimoine de la jeune entreprise innovante (ou encore de ceux de ses fondateurs) semble sensiblement réduire le nombre de sûretés que qui permettraient pour une *start-up* de garantir un prêt. Ainsi, la

²¹² SUEBE J.-B., *Droit des Sûretés*, Dalloz, 9^{ème} édition, 2018, p. 6, n°12. Les sûretés légales forment une troisième catégorie de sûretés : il s'agit des sûretés dont l'application est prévue par le législateur dans certaines situations. Entrent cette catégorie privilège des salariés ou du celui du Trésor notamment.

²¹³ En droit commun du gage : Article 2333, al. 1 du Code civil.

²¹⁴ Il convient de souligner la différence de terminologie entre les mots « *immatériel* » et « *incorporel* ». Les biens immatériels semblent être composés d'un corpus et d'une chose incorporelle. Les choses incorporelles, sont quant à elles dépourvues de corps physique. Elles semblent, dès lors, constituer davantage des biens que des droits (DOLS-MAGNEVILLE M., *La réalisation des sûretés réelles*, thèse, Université de Toulouse 1 Capitole, 2013, p. 13). Si la formulation par les textes régissant le nantissement paraît critiquable à la lumière de ces réflexions, il ne convient pas de s'attarder sur cette distinction dans le cadre de la présente thèse.

pertinence des sûretés constitués sur les biens immeubles (notamment l'hypothèque²¹⁵) ou des biens meubles corporels (gage²¹⁶) semble largement incertaine en présence d'une jeune entreprise innovante (même si théoriquement rien n'exclut qu'un jeune entrepreneur ou son entourage possède des immeubles ou des biens matériels qui pourraient faire l'objet de sûreté).

44 Le cas des sûretés réelles portant sur les biens meubles corporels. Les régimes juridiques spécifiques aux sûretés réelles portant sur les biens meubles incorporels se sont développés à la deuxième moitié du XX^e siècle notamment à travers l'apparition des différentes formes du nantissement²¹⁷, la clause de réserve de propriété²¹⁸, la cession Dailly²¹⁹ et plus tard par la fiducie-sûreté²²⁰.

²¹⁵ Articles 2385 et s. du code civil

²¹⁶ Articles 2333 et s. du code civil

²¹⁷ Cette sûreté ne faisait pas référence aux biens meubles incorporels jusqu'à la réforme du 23 mars 2006 (anciens articles 2071 et 2072 du Code civil). L'ordonnance n° 2006-346 du 23 mars 2006 relative aux sûretés a cependant permis de moderniser le nantissement (au sein des articles 2356 à 2366 du Code civil). L'article 2355 fait depuis cette ordonnance référence aux biens meubles incorporels. Nous aborderons les nantissements spéciaux plus bas dans le présent paragraphe. LEGAIS D., « *Nantissement de créance* » Fasc.40, Jurisclasseur Notarial Formulaire, date d'actualisation : 15 novembre 2021, n°3

²¹⁸ La clause de réserve de propriété a été consacrée par la loi n°80-335 du 12 mai 1980 dite Dubanchet relative aux effets des clauses de réserves de propriété dans les contrats de vente. La clause de réserve constitue une véritable sûreté depuis la réforme de 2006 qui a codifié son existence (ordonnance n° 2006-346 du 23 mars 2006 relative aux sûretés, JORF n°71 du 24 mars 2006 p. 4475, article 13). CROCQ P., LAFURIE K., « *Clause de réserve de propriété* », Fasc. 2860, date d'actualisation 1^{er} août 2022, n°22

²¹⁹ Instituée par la loi du 1981 (loi n° 81-1 du 2 janvier 1981 facilitant le crédit aux entreprises). Le régime juridique des cessions de créances professionnelles est prévu par l'article L.313-23 du Code monétaire et financier.

²²⁰ C'est loi du 19 février 2007 (Loi n° 2007-211 du 19 février 2007 instituant la fiducie) qui est à l'origine de la notion de la fiducie qui constitue aujourd'hui le fondement même de la fiducie sûreté. Les lois du 4 août 2008 et de l'ordonnance du 30 janvier 2009 ont également apporté des précisions dans le régime de la fiducie-sûreté : Ordonnance n° 2008-1345 du 18 décembre 2008 portant réforme du droit des entreprises en difficulté, JORF n°0295 du 19 décembre 2008 p. 19462, texte n° 29 Ordonnance n° 2009-112 du 30 janvier 2009 portant diverses mesures relatives à la fiducie, JORF n°0026 du 31 janvier 2009 p. 1854, texte n° 45. (LEGEAIS D., « *Fiducie- Fiducie-sûreté* », Fasc. 10, JCl. Notarial Formulaire, date d'actualisation : 9 décembre 2022. n°2 à 7)

Il convient de noter qu'une partie des sûretés portant sur les biens meubles incorporels ne semblent pas non plus adaptées au financement des jeunes entreprises innovantes par crédit bancaire pour des raisons pratiques²²¹ et d'autres pour les mêmes raisons que les sûretés réelles corporelles : les *start-up* n'ont simplement pas d'actifs appropriés dans leur patrimoine permettant la constitution de ces sûretés. Ainsi, l'intérêt du nantissement de créance²²² ou encore de la cession Dailly nous paraît faible du point de vue des jeunes pousses.

Les jeunes pousses disposent cependant de certains biens meubles incorporels qui peuvent potentiellement présenter un intérêt pour les établissements de crédit prêteurs. Ces biens meubles incorporels, qui peuvent être, notamment, des droits d'exploitation de logiciels²²³, des titres financiers²²⁴ ou le fonds de commerce²²⁵ (et même un fonds

²²¹ La clause de réserve de propriété semble avant tout présent dans un contexte de vente de biens et permet afin de retarder le transfert de propriété du bien dans le cadre de la vente (CROCQ P., LAFAURIE K., « *Clause de réserve de propriété* », JCl. Contrats – Distribution, 1^{er} août 2022, 1^{er} août 2022, n°1)

²²² Article 2355 et s. du code civil.

²²³ Le régime du nantissement de logiciel est en partie régi par le droit commun du nantissement (l'article 2355 du Code monétaire et financier) et par le régime créé par la loi du 10 mai 1994 (Loi n° 94-361 du 10 mai 1994 portant mise en œuvre de la directive (C. E. E.) n° 91-250 du Conseil des communautés européennes en date du 14 mai 1991 concernant la protection juridique des programmes d'ordinateur et modifiant le code de la propriété intellectuelle). Cette loi a encapsulé le régime propre au nantissement de droit d'exploitation d'un logiciel au sein de l'article L.132-34 du Code de la propriété intellectuelle. Nantissement de brevets est organisé par les articles L.614-9 et 14 du Code de la propriété intellectuelle (LEGEAIS D., « *Synthèse-Nantissements* », JCl. Civil Code., date d'actualisation : 1^{er} juin 2023, n°52). Comme le nantissement de logiciels le nantissement des brevets sont également régis par le régime juridique du nantissement de créance.

²²⁴ Le régime juridique du nantissement du compte-titre est prévu par l'article 211-20 du Code monétaire et financier. Ce nantissement succède aux gages des valeurs mobilières et d'instruments financiers, qui ont été créés par les lois de 1983 (Loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne, JORF du 4 janvier 1983 p. 162) et de 1996 loi no 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, JORF n°154 du 4 juillet 1996 p. 10063. (AYNES L., CROCQ P., AYNES A., *Droit des sûretés*, 16^{ème} édition, 2022, p. 376 et 377).

²²⁵ Le nantissement de fonds de commerce a été reconnu comme sûreté par les lois du 1^{er} mars 1898 et du 17 mars 1909. Le régime actuel du nantissement de fonds de commerce résulte de la réforme opérée le par l'ordonnance de 21 septembre 2000 a instauré des règles relatives à cette catégorie de nantissement, qui peut à ce jour seulement être constitué par le propriétaire de fonds. L'article L.142-2 du Code de commerce précise la liste des éléments qui peuvent être grevés de nantissement. Il s'agit

de commerce électronique, du moins sur le plan théorique²²⁶) peuvent aujourd'hui faire l'objet de nantissement. Ces biens incorporels peuvent également faire l'objet de fiducie-sûreté²²⁷.

Parmi ces sûretés, la fiducie-sûreté ou le nantissement de compte-titres, semblent les plus efficaces : les nantissements du droit d'exploitation de logiciel, de propriété intellectuelle ou de fonds de commerce s'avèrent, en l'absence de droit de rétention

d'au-delà de l'enseigne, nom commercial et du droit de bail (peu intéressants du point de vue de la *start-up*) des « *les brevets d'invention, les licences, les marques de fabrique et de commerce et généralement les droits de propriété industrielle, littéraire ou artistique qui y sont attachés* ». Les droits d'exploitation des logiciels peuvent également être grevés de ce nantissement (SALGADO M.-B., « *Nantissement du fonds de commerce – Assiette. Effets* », JCl. Entreprise individuelle, Fasc. 380, date d'actualisation : 20 juin 2022, n°20).

²²⁶ LEVI A., « *Le fonds de commerce électronique : des solutions classiques dans un contexte novateur* », 257, date d'actualisation : 12 avril 2023 ; « *Le régime juridique du fonds de commerce électronique : problématique et perspectives* », 260, Lamy droit commercial, date d'actualisation : 12 avril 2023 ; CASTAGNE S., « *Fond de commerce - fonds de commerce électronique* », Fasc. 1932, JCl. Entreprise individuelle, date d'actualisation : 17 mars 2017, n°2 ; DESGENS-PASANAU G., « *Notion de fonds de commerce et internet* », JCl. Entreprise individuelle, Fasc. 1080, date d'actualisation : 12 novembre 2013, n°4 et s. Arrêts relatifs à la reconnaissance du fonds commercial dans les e-commerce CA Paris, 5e ch. B, 20 nov. 2003, SARL CD Édition c/ SA Creanet, Juris-Data n° 2003-248813. A voir également : CA Paris, ch.14. B, 23 juin 2006, Juris-Data n° 2006-310349 ; CA Paris, ch.4. B, 9 novembre 2007, Juris-Data n° 06/16286.

²²⁷ La fiducie sûreté est une sûreté réelle dotée d'un régime relativement flexible, dont le mécanisme est basé sur le transfert de propriété (article 2372-1 du Code civil et s.). Elle consiste en une opération par laquelle plusieurs constituants transfèrent des biens ou des sûretés, présents ou futurs, à un ou plusieurs fiduciaires, qui les tiennent séparés de leur patrimoine propre, dans un but déterminé au profit d'un ou plusieurs bénéficiaires. L'ordonnance du 30 janvier 2009 a mis en place un régime juridique applicable à cette sûreté réelle en droit français (ordonnance n° 2009-112 du 30 janvier 2009 portant diverses mesures relatives à la fiducie, JORF n°0026 du 31 janvier 2009 p. 1854). LEGAIS D. « *Fiducie – Fiducie-sûreté* », date d'actualisation : 9 décembre 2022, Juisclasseur Notarial Formulaire., partie intrdoductive, ainsi que 6, 7.

conféré au créancier²²⁸ peu efficaces notamment en cas de procédure collective²²⁹.

Il est, de notre point de vue, regrettable que la réforme du droit des sûretés n'ait reconnu l'existence d'un droit de rétention qu'au profit du nantissement de créance (le droit de

²²⁸ Ces sûretés ne confèrent pas de droit de rétention à leurs titulaires (l'article 2355 du Code civil exclut le droit de rétention a été attaché à ces sûretés sur le fondement de l'article 2286, 4° du Code de civil) seulement un droit de préférence (en vertu de l'article 2333 du Code civil) et un droit de suite en ce qui concerne le nantissement de fonds de commerce (SALGADO M.-B., « *Nantissement du fonds de commerce. – Assiette. Effets* », Fasc. 3800, date d'actualisation : 20 juin 2022, n°108) et en ce qui concerne le nantissement du droit d'exploitation de logiciel : LUCAS A., F. MACREZ F., « *Droit d'auteur, exploitation des droits – Nantissement du droit d'exploitation de logiciel (CPI. L.132-34)* », Fasc. 1360, JCl. Propriété Littéraire et artistique, date d'actualisation : 1^{er} mai 2021, n°23. Sur l'absence de droit de rétention en présence d'un nantissement d'un droit d'exploitation de logiciel : LUCAS A., MACREZ F., « *Droit d'auteur, exploitation des droits* », Fasc. 1360, JCl. Propriété Littéraire et artistique, date d'actualisation : 1^{er} mai 2021, n°22 et également LUCAS A., MACREZ F., « *Droit d'auteur, exploitation des droits* », op.cit., n°22. Sur le nantissement de fonds de commerce et l'absence de droit de rétention : Cass. com., 26 nov. 2013, n° 12-27.390, n° 2013-027323. Sur ce dernier point : SALGADO M.-B., « *Nantissement du fonds de commerce. – Assiette. Effets* », op.cit., n°86).

²²⁹ L'exercice du droit de préférence est paralysé pendant la période d'observation de la procédure de sauvegarde ou de redressement judiciaire en vertu de l'article L.622-21 et s. du Code de commerce. Sur ce point : AMLON G., « *Sauvegarde, redressement et de liquidation judiciaire* », Fasc. 2383, JCl. Commercial, date d'actualisation : 31 juillet 2022, n°34. Sur les restrictions relatives à l'exercice d'un droit de suite : AMLON G., « *Sauvegarde, redressement et de liquidation judiciaire* », op.cit. n°62. L'utilité du droit de rétention en cas de procédure collective (en vertu de l'article L.622-7, II du Code de commerce le juge commissaire peut autoriser aussi autoriser le débiteur « à payer des créances antérieures au jugement, pour retirer le gage ou une chose légitimement retenue » (DUMONT-LEFRAND M.-P., ALBIGES C., *Droit des sûretés*, op.cit., p. 334 et 335, n°430 ; TAFFOREAU P., HELAINE C., *Droit des sûretés, sûretés personnelles et réelles*, Buylant, 2^{ème} édition, 2023, p. 568 et 569. L'article L.643-8 du Code de commerce autorise les titulaires d'un droit de rétention d'être payé hors concours (AYNES L., CROCQ P., AYNES A., *Droit des sûretés*, op.cit., p. 296) L'utilité du droit de rétention en dehors de procédure collective trouve sa source dans le droit de retenir la chose et obtenir le paiement de sa créance (TAFFOREAU P., HELAINE C., *Droit des sûretés*, op.cit. p. 329 à 331, n°418 à 423). Sur ce point également : TAFFOREAU P., HELAINE C., *Droit des sûretés, sûretés personnelles et réelles*, op.cit., p. 565 et 566). S'agissant de l'efficacité de la fiducie-sûreté (en vertu de l'article L.622-7, II du Code de commerce juge commissaire peut autoriser aussi autoriser le débiteur « à payer des créances antérieures au jugement » ... » : AMLON G., « *Sauvegarde, redressement et de liquidation judiciaire* », op.cit., n°106. ; ROUIT V., « *Effet de la fiducie en cas de procédure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire du débiteur* », 293-120, Lamy droit des sûretés, date d'actualisation : 16 mai 2022. Sur ce point : AYNES L., CROCQ P., AYNES A., *Droit des sûretés*, op.cit., p. 520).

rétenion était déjà reconnu au profit du nantissement de compte-titre²³⁰) et a définitivement exclu l'existence d'un tel droit pour le nantissement de droit d'exploitation de logiciel et de fonds de commerce.

Cependant, en présence d'un contrat de mise à disposition conclu entre la *start-up* et le créancier l'efficacité de la fiducie-sûreté se trouve également réduite en cas de sauvegarde ou redressement judiciaire²³¹. En outre, la fiducie sûreté semble complexe à mettre en place, coûteuse et lourde à gérer ce qui est susceptible de réduire son intérêt pour les *start-up*²³² n'ayant pas de trésorerie importante.

²³⁰ Contrairement au nantissement droit d'exploitation d'un logiciel et au nantissement de fonds de commerce le nantissement de créance général et le nantissement de compte-titres confèrent aujourd'hui un droit de rétenion à leurs bénéficiaires qui augmentent leur efficacité dans le cadre d'une procédure collective (s'agissant du nantissement de créance : article 2363 du Code monétaire et financier ; s'agissant du nantissement du compte-titre : article 211-20 du Code monétaire et financier). Sur la consécration du droit de rétenion en cas de nantissement de créance par la réforme opérée par l'ordonnance n° 2021-1192 du 15 septembre 2021 portant réforme du droit des sûretés : TOLEDO-WOLFSOHN A.-M., « *Nantissement sur créances et garanties tirées du régime général des obligations* », 287 – 13, Lamy droit des sûretés, date d'actualisation : 21 septembre 2023. Les critiques relatives au droit de rétenion consacrée par l'ordonnance de 2021 : JULIENNE M., « *Sûretés - Réforme des sûretés : le nantissement de créance après l'ordonnance du 15 septembre 2021* », JCP N, , 1333, n° 47, 26 Novembre 2021. Sur la reconnaissance du droit de rétenion en matière de nantissement de créance : DUMONT-LEFRAND M.-P., ALBIGES C., *Droit des sûretés*, op.cit., p. 371 et 372, n°487 et 488.

²³¹ L'article L.622-23-1 du Code de commerce pose le principe de la paralysie de la fiducie sûreté pendant la période d'observation et pendant la phase d'exécution d'un éventuel plan de sauvegarde ou de redressement, au cours desquelles le créancier ne pourra pas se faire attribuer le bien objet de la convention de mise à disposition. Sur ce point : AYNES L., CROCQ P., AYNES A, *Droit des sûretés*, op.cit., p. 520 ; DEVÈZE J. et al., « *Effet de la fiducie en cas de procédure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire du débiteur* », op.cit.

²³²Le régime issu de la réforme du droit des sûretés s'avère relativement lourd à gérer en ce qu'il exige la constitution d'un patrimoine d'affectation ainsi que la conclusion de nombreuses conventions entre les différents intervenants. Ces mesures nécessaires pour le fonctionnement la fiducie-sûreté rendent le coût de la constitution relativement élevée et s'avèrent inadaptés aux jeunes entreprises innovantes, qui sont parfois des sociétés en formation et pour qui la gestion du patrimoine d'affectation de la société peut s'avérer complexe (LEGEAIS D., « *Fiducie– Fiducie-sûreté* », Fasc. 10, JCl. Notarial Formulaire, date d'actualisation : 9 décembre 2022, n°8).

Il convient également de noter que les droits du créancier bénéficiant d'un nantissement de compte-titres seront limités aux titres et dividendes déjà inscrits au crédit du compte à la date de l'ouverture de la procédure collective²³³.

Au-delà des spécificités de certaines des sûretés il convient d'évoquer celle de la difficulté de la valorisation des actifs incorporels constituant le patrimoine des *start-up*. En raison de cette difficulté il qui semble délicat de nantir les logiciels (surtout ceux qui sont encore en cours de développement) ou encore des fonds de commerce qui contient ces biens incorporels.

45 Le cas du nantissement de droit d'exploitation d'un logiciel. Il convient enfin de relever certaines insuffisances du nantissement du droit d'exploitation d'un logiciel. Cette sûreté peut sembler attractive du point de vue des jeunes entreprises innovantes. Son cadre juridique s'avère toutefois inadapté pour les entreprises en phase de démarrage, notamment pour celles dont le produit est en cours de développement.

En effet, la possibilité de nantir des logiciels futurs, tout comme nantir un fonds de commerce futur, reste encore aujourd'hui incertaine. Bien que le droit français la doctrine ne semble plus s'opposer à cette possibilité après la réforme opérée en 2006²³⁴, il reste obligatoire de déterminer le code de source du logiciel avant procéder à l'inscription sur un registre spécial tenu par l'INPI, qui est l'une de condition de validité de la sûreté²³⁵. Cela requiert de disposer d'un produit en phase avancée²³⁶.

²³³ Article L. 622-21, IV du Code de commerce : « *Le même jugement [i.e. le jugement d'ouverture de la procédure collective] interdit également de plein droit, tout accroissement de l'assiette d'une sûreté réelle conventionnelle ou d'un droit de rétention conventionnel, quelle qu'en soit la modalité, par ajout ou complément de biens ou droits, notamment par inscription de titres ou de fruits et produits venant compléter les titres figurant au compte mentionné à l'article L. 211-20 du code monétaire et financier, ou par transfert de biens ou droits du débiteur* ».

²³⁴ La définition du nantissement telle qu'elle est mise en place par l'ordonnance du 23 mars 2006 porte sur les biens meubles incorporels présents ou futurs (article 2355 du Code civil).

²³⁵ Article L.132-4 du Code de la propriété intellectuelle. Sur ce point : ADDA H., « *Nantissement* », Lamy droit du numérique date d'actualisation : 20 avril 2023 ; LEGEAIS D., « *Synthèse-Nantissements* », op.cit., n°53

²³⁶ Code de la propriété intellectuelle article L.132-34 et R.132-8. Sur ce point : HANIA PINTO V., *Les biens immatériels saisis par le droit des sûretés réelles mobilières conventionnelles*, op.cit., p. 92 ;

L'obsolescence rapide des logiciels soulève également une question relative à l'efficacité de cette sûreté. Les logiciels, qui constituent fréquemment le seul actif des *start-up*, sont susceptibles d'être en constant développement. La transformation du code source existant, ainsi que l'obsolescence de l'ancien code source utilisé, pour un logiciel nanti, peuvent soulever des questions au regard de l'efficacité de la sûreté.

Outre les sûretés réelles, dont peu s'avèrent adaptées aux jeunes pousses, il convient également aborder les sûretés personnelles qui sont susceptibles de présenter un intérêt pour les jeunes entreprises innovantes.

B) L'intérêt relatif des sûretés personnelles pour les *start-up*

46 Les différentes sûretés personnelles et leur pertinence. La caractéristique commune des sûretés personnelles est leur attachement à une personne physique ou morale dont le patrimoine est utilisé pour garantir la dette du débiteur principal²³⁷. Nous nous concentrerons dans les prochains développements sur le cautionnement et la garantie autonome qui sont les deux types de sûretés susceptibles de présenter un intérêt pour les *start-up*.

La pertinence de ces sûretés personnelles eu égard au financement des *start-up* nous semble toutefois incertaine. En effet, ces sûretés nécessitent la présence d'une personne physique ou d'une personne morale prête à accorder sa confiance à la jeune entreprise. Il n'est cependant pas certain que les membres de l'équipe des fondateurs d'une *start-up* (qui peuvent être des jeunes en début de carrière professionnel) disposent de revenus suffisants pour pouvoir garantir le remboursement de la dette principale.

LOISEAU G., « Une efficacité limitée », 242-79, Lamy droit des sûretés, date d'actualisation : 20 mai 2020 ; GAVANON I., « Le nantissement de logiciel dans la loi du 10 mai 1994 : quelques commentaires sur une sûreté version bêta », JCP N, n° 4, 26 Janvier 1996, (p. 146 à 150), n°9 ; CROZE H., « Le nantissement du droit d'exploitation des logiciels (D. n° 96-103, 2 févr. 1996) », JCP N, 3765, n° 25, 21 Juin 1996, (p. 904 à 907), n°9 ; LUCAS A., MACREZ F., « Droit d'auteur, exploitation des droits », op.cit., n°13

²³⁷ BREMOND V., BOURASSIN M., *Droit des sûretés*, op.cit., p., 37

En présence d'un cautionnement²³⁸, si l'engagement du débiteur s'avère manifestement disproportionné aux revenus et au patrimoine de la caution personne physique, le montant de la dette est réduit à un montant permettant à la caution de s'engager²³⁹. Les créanciers professionnels sont tenus de mettre en garde envers les cautions personnes physiques si l'engagement de la caution est « *inadapté aux capacités financières de ce dernier* »²⁴⁰. En cas de manquement à cette obligation, le créancier peut être déchu de sa créance « *à hauteur du préjudice subi* »²⁴¹ par le débiteur. Pour ces raisons, les établissements de crédit sont susceptibles d'être prudents quant à l'identité des cautions et vigilants quant à leur solvabilité.

La garantie autonome²⁴², qui peut aujourd'hui se présenter comme une alternative au cautionnement²⁴³, ne connaît pas les mêmes contraintes que le cautionnement. L'autonomie de l'engagement du garant vis-à-vis du contrat de base a une conséquence majeure sur la portée et l'efficacité de la sûreté. Elle signifie que le garant prend un engagement nouveau et différent de celui du débiteur. Dès lors, le garant ne peut pas

²³⁸ Le cautionnement est une sûreté personnelle qui a été codifié très tôt, par la Loi 1804-02-14 promulguée le 24 février 1804. Son régime juridique est prévu au sein des articles 2288 et s. du Code civil.

²³⁹ Article 2300 du Code civil (issu de l'ordonnance n° 2021-1192 du 15 septembre 2021 portant réforme du droit des sûretés). Sur la disproportion MAHIEU M.-É., MAS V., FERRAND J.-B., « *Cautionnement* », Fasc.740, date d'actualisation : 1^{er} janvier 2023, n°48. Sur l'état de droit antérieur à la réforme du droit des sûretés du 15 septembre 2021 largement critiqué : SIMLER P., « *Cautionnement, Conditions de validité, Conditions propres au cautionnement* », Fasc. 25, JCl. Notarial Répertoire, date d'actualisation : 1^{er} avril 2022, n°107 et 108.

²⁴⁰ Article 2299 al 1 du Code civil.

²⁴¹ Article 2299, al. 2 du Code civil. Sur ce point : MAHIEU M.-É., MAS V., FERRAND J.-B., FERRAND J.-B., « *Cautionnement* », op.cit., n°47. L'évolution législative semble avoir clarifié. L'obligation de mise en garde vaut pour l'ensemble des personnes physiques mêmes non-avertis (contrairement à l'état de droit antérieur à la réforme opérée par l'ordonnance du 15 septembre 2021). Sur ce point : LEGEAIS D., « *Synthèse - Garanties du crédit* », JCl. Commercial, date d'actualisation : 1^{er} mars 2023, n°27.

²⁴² Cela résulte de la définition de la garantie autonome à l'article 2321 du Code civil (qui est a été créé par l'ordonnance de 23 mars 2006). La garantie autonome, si elle existait dans le code des marchés publics (article 101 du Code des marchés publics).

²⁴³ SIMLER P., « *Garanties autonomes. – Nature juridique, caractères, typologie* », JCl. Civil Code, date d'actualisation : 20 janvier 2022, n°8.

évoquer les relations qui existent entre les parties à ce contrat pour contester la validité de la sûreté²⁴⁴. Cette caractéristique confère une efficacité particulière à la garantie autonome, notamment en raison de l'inopposabilité des exceptions concernant les contrats de base²⁴⁵. Ainsi, les seules exceptions pouvant être invoquées sont celles liées aux appels de la garantie, qualifiés de manifestement abusifs²⁴⁶.

Si la garantie autonome semble plus sécurisante pour le prêteur (et également plus simple en termes de formalisme²⁴⁷), il n'en reste pas moins que l'existence d'une personne solvable et ayant la capacité et la volonté de soutenir la *start-up* est toujours nécessaire pour la constitution de cette sûreté. Par ailleurs, l'utilité de la garantie autonome peut être réduite par le fait qu'elle ne saura garantir la dette initiale principale.

²⁴⁴ DEVÈZE J. et al., « *Définition* », 135-5, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 28 septembre 2016.

²⁴⁵ SIMLER P., DELEBECQUE P, *Droit civil, Les sûretés*, La publicité foncière, op.cit., p. 289

²⁴⁶ Ces cas sont toutefois très rares: il s'agit de notamment de l'appel prématuré ou tardif, ou d'appel d'une garantie déjà éteinte ainsi que la contrariété à l'ordre public de la garantie (CA Paris, 27 juin 1988 : Juris-Data n° 1988-023823).

²⁴⁷ Le cautionnement se présente comme une sûreté très protectrice vis-à-vis du constituant et exige un formalisme relativement lourd contrairement à la garantie autonome. Il s'agit d'un acte sous seing privé (MAHIEU M.-É., MAS V., FERRAND J.-B., « *Cautionnement* », Fasc.740, date d'actualisation : 1^{er} janvier 2023, n°21) qui doit être assorti d'une mention obligatoire à peine de nullité en vertu de l'article 2297 du Code civil et donne lieu à des obligations d'informations au profit du créancier (HIEU Marie-Élisabeth, MAS Véronique, FERRAND J.-B., « *Cautionnement* », op.cit. n°41 et n°42). La constitution de la garantie autonome n'est pas soumise à une formalité particulière (SIMLER P., « *Garanties autonomes, régime* », Fasc. 743, JCl. Commercial, date d'actualisation : 20 janvier 2022, n°49. L'appel de la garantie de première demande est également connue pour son extrême simplicité : une simple lettre suffit pour qu'il soit réalisé (SIMLER P., « *Garanties autonomes, régime* », op.cit., n°49)

Nous noterons enfin, que l'efficacité du cautionnement²⁴⁸ mais également celle de la garantie autonome²⁴⁹ consentis par des personnes physiques se trouve réduite en cas de procédure de redressement et de sauvegarde rendant ces sûretés moins attractives pour les établissements de crédit qu'une sûreté réelle assortie de droit de rétention.

Les risques qui sont propre aux sûretés personnelles peuvent être surmontés en cas de recours à des institutions publiques. Ces dernières peuvent apporter leur soutien et faciliter ainsi l'obtention d'un prêt bancaire²⁵⁰. La garantie à la première demande

²⁴⁸ Toute action est suspendue à l'encontre des cautions personnes physiques pendant la période de sauvegarde et de redressement en vertu de l'article L.622-28, al. 2 du Code de commerce. Sur ce point : AMLON G., « *Sauvegarde, redressement et liquidation judiciaires. – Créanciers antérieurs titulaires de sûretés personnelles ou d'une sûreté réelle pour autrui. – (cautionnement, garanties autonomes, lettres d'intention...* », : Fasc. 200, JCl. Notarial Formulaire, date d'actualisation : 1er décembre 2022 n°5 et s.. Les cautions personnes physiques peuvent également obtenir un délai de paiement en vertu de l'article L.622-28 du Code de commerce. Les personnes physiques cautions ou coobligées peuvent également se prévaloir des dispositions du plan de sauvegarde ou de redressement (article L. 626-11 du code de commerce).

²⁴⁹ AMLON G., « *Sauvegarde, redressement et liquidation judiciaires. – Créanciers antérieurs titulaires de sûretés personnelles ou d'une sûreté réelle pour autrui (cautionnement, garanties autonomes, lettres d'intention...* », op.cit., n°37

²⁵⁰ Le cautionnement professionnel assuré par une personne morale dont la profession est d'accorder des garanties est susceptible de comporter des particularités. C'est bien le cas du cautionnement consenti par la Banque Publique d'Investissement qui dispose de programmes destinés aux jeunes entreprises innovantes. Le critère retenu pour délimiter le champ des entreprises éligibles relève de la définition européenne de la PME assorti de conditions supplémentaires qui peuvent être notamment le développement d'un produit nouveau ou innovant. Dans le cadre des cautionnements fournies par BPI France, la banque bénéficiaire s'engage à limiter l'engagement d'autres cautions à un certain pourcentage. BPI France ne rembourse donc l'établissement de crédit qu'en cas de défaillance de l'emprunteur et de sa caution. BPI France peut donc seulement être sollicitée si tous les autres recours ont été épuisés. La garantie de BPI France peut donc présenter un moyen d'exonération d'un potentiel engagement de responsabilité sur le fondement du soutien abusif (LEGEAIS D., « *Portée de l'intervention de Bpifrance (ex OSEO) pour les financements et leur cautionnement* », JCP E, 1532, n° 40, 6 Octobre 2016, p. 47 et s., n°9 et s.). Par ailleurs, le concours de BPI France est susceptible de constituer une présomption de viabilité du projet du demandeur de crédit. La banque pourrait donc difficilement justifier son refus de crédit au regard du porteur de projet. Les réductions ou les non-renouvellements de crédits sont également susceptibles de soulever des questions en cas d'accompagnement du porteur de projet par BPI France. La caution peut, en cas de rupture de crédit, se prévaloir d'un comportement dolosif de la banque à son égard (LEGEAIS D., « *Portée de l'intervention de Bpifrance (ex OSEO) pour les financements et leur cautionnement* », op.cit., p. 48 et 49, n°11). Le mécanisme du cautionnement proposé par BPI France semble répondre à plusieurs

semble, du moins sur le plan théorique, également se présenter comme une solution aux insuffisances du cautionnement en lien avec les *start-up*.

défaillances du cautionnement ordinaire : il réduit le risque de l'engagement de la responsabilité de l'établissement de crédit et apporte également un confort à la fois au débiteur et au créancier en raison de l'analyse préalable réalisée sur la viabilité du projet potentiellement porté par une jeune entreprise innovante.

Section II : La réglementation des établissements de crédit et son impact sur le financement des *start-up*

47 La raison d’être de la réglementation bancaire et le rôle de la banque. Le crédit accordé par des établissements de crédit n’apparaît pas dans la littérature économique et financière comme une source du financement adaptée à des jeunes entreprises innovantes²⁵¹. Pour comprendre les raisons de cette inadéquation, il convient d’abord de rappeler les raisons d’être de la réglementation des établissements de crédit et leur importance dans la société.

Les établissements de crédit bénéficient d’une importance considérable dans l’économie moderne. D’abord, les établissements de crédits peuvent recevoir des dépôts du public remboursables, activité leur conférant une place essentielle dans l’économie, tant pour les particuliers que les entreprises. Les établissements de crédit peuvent également accorder des prêts pour compte propre. Cette double fonction, qui était déjà définie au sein de la loi bancaire de 1984²⁵² et qui demeure au sein du règlement européen de 2013²⁵³ confère une responsabilité accrue aux établissements de crédit.

Eu égard à l’importance des banques le financement de l’économie, leur défaillance peut entraîner une déstabilisation systémique touchant de nombreux autres acteurs et même le système financier dans son ensemble²⁵⁴. Afin de se prémunir contre les pertes que leur défaillance est susceptible de causer, la communauté internationale a estimé

²⁵¹ HELLMANN T. F., PURI M., « *The Interaction between Product Market and Financing Strategy : The Role of Venture Capital*, *Review of Financial Studies* », *Review of Financial Studies* , Vol 13, Issue 24, Winter 2000, p. 964 ; BRESSON A., « *Crédit aux entreprises, Le support public du financement non bancaire des PME et ETI : la Banque publique d’investissement*, » RDBF n° 3, mai 2018, dossier 14, (p.71 à 76), n°17.

²⁵² Loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l’activité et au contrôle des établissements de crédit. Sur le monopole bancaire après la loi du 24 janvier 1984 : GAVALDA C., STOUFFLET J., « *La loi bancaire du 24 janvier 1984* », JCP G, n° 3, 16 Janvier 1985, doct. 3176.

²⁵³ Règlement (UE) n ° 575/2013, Article 4, 1, 1). VARNAV M., *La gestion des risques juridiques et bancaire étude appliquée aux obligations d’information de mise en garde et du conseil*, thèse, Université Panthéon-Sorbonne-Paris I, 2014, p. 15.

²⁵⁴ BAUD C., *Bâle II – un dispositif néolibéral de financiarisation en pratiques*, thèse, HEC, 2013, p. 16 et 226.

nécessaire de doter les établissements de crédit de moyens leur permettant de se prémunir contre le risque de défaillance globale. C'est dans ce contexte que la réglementation des établissements de crédit s'est développée²⁵⁵.

La réglementation des établissements de crédit peut toutefois présenter un obstacle potentiel au financement des jeunes entreprises innovantes.

Le financement d'une jeune entreprise innovante est difficilement conciliable avec l'esprit du cadre prudentiel mise en place par les accords Bâle²⁵⁶ d'une part, et avec la réglementation relative aux fonds propres des établissements de crédit d'autre part (1§). Par ailleurs, les exigences organisationnelles pesant sur les établissements de crédit semblent également constituer un frein important pour ceux d'entre eux désireux de financer des jeunes pousses (2§).

1§) Un encadrement strict en matière de fonds propres et son incidence sur le financement des start-up

48 Les raisons liées à la mise en place d'un cadre juridique international prudentiel régissant les activités des établissements de crédit. Les jeunes entreprises de petite taille ne sont souvent pas en mesure de répondre aux critères établis par les établissements de crédit pour obtenir un financement²⁵⁷. La réticence croissante des établissements bancaires

²⁵⁵ RENAULT S., *Le rôle des capitaux propres dans la stratégie financière des banques*, thèse, Université Paris Ouest Nanterre La Défense, soutenu le 14 décembre 2015, page 15 ; DONDERO B., « *Présentation du monopole des établissements de crédit* », 1630, Lamy droit pénal des affaires, date d'actualisation : 9 novembre 2021 ; CHAIEHLOUDJ W. et al., et al. « *Établissements de crédit* », 5595, Lamy sociétés commerciales, 14 février 2023.

²⁵⁶ Sur le comité Bâle son organisation et ses missions : BONNEAU T., *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, op.cit., p. 38 et s. LASSERRE CAPDEVILLE Jérôme, STORCK Michel, ROUTIER Richard, MIGNOT Marc, KOVAR Jean-Philippe, ERESEO Nicolas, *Droit bancaire*, op.cit., p. 29 à 31, n°41 et s. ; BONNEAU T., *Droit bancaire*, op.cit., p. 42 et 43, n°41; Sur ce l'importance des établissements de crédit et leur cadre réglementaire : STOUFFLET J., « *Synthèse-Organisation et statut bancaire* », JCl. Banque, Crédit, Bourse, date d'actualisation : 8 novembre 2019, n°5 et s.

²⁵⁷ TRABELSI D., *Capital-risque, fonctionnement, sortie par introduction en bourse, investissement séquentiel et financement de l'innovation*, op.cit., p. 10.

d'accorder des crédits aux jeunes entreprises, et plus généralement de financer l'exploitation des entreprises avec un projet risqué, semble résulter, en partie, de l'adoption des normes prudentielles internationales et européennes. Les accords Bâle ont connu une transformation profonde en matière d'obligations prudentielles des établissements de crédit, du premier accord jusqu'au troisième. Ces transformations ont exercé une influence significative sur les PME et notamment sur les jeunes entreprises innovantes.

49 Le périmètre de notre analyse : crédits accordés aux PME. Dans le cadre de notre analyse, nous nous concentrerons sur l'examen approfondi de l'obligation des établissements de crédit de constituer des fonds propres en contrepartie des crédits accordés. Dans le cadre notre étude nous n'aborderons pas la question de la prise en compte des sûretés et garanties comme mesure d'atténuation du risque de crédit, qui méritera une analyse dédiée. Nous précisons néanmoins que le cadre prudentiel actuel ne semble pas adapté aux *start-up* sur ce point dans la mesure où il ne permet pas de tenir compte des sûretés réelles les plus adaptées et aux jeunes entreprises innovantes (comme le nantissement de droit de propriété intellectuelle)²⁵⁸ ou des sûretés personnelles²⁵⁹ comme technique d'atténuation du risque de crédit.

Nous examinerons dans un premier temps les contours de l'obligation de constitution de fonds propres en fonction du risque de crédit de l'emprunteur (obligation instaurée par le premier accord Bâle et été réaffirmée et précisée par le deuxième) (A) afin

²⁵⁸ S'agissant des sûretés éligibles actuellement (indifféremment de l'approche de notation utilisée) : il s'agit d'essentiellement des espèces, des instruments financiers et de l'or (Règlement (UE) n ° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n ° 648/2012, article 197, 1.). En cas d'utilisation des méthodes de notation interne les établissements de crédits peuvent prendre également en compte les sûretés immobilières (Règlement (UE) n ° 575/2013, article 199, 1., a)) et d'autres sûretés réelles (Règlement (UE) n ° 575/2013, article 199, 1., c)). Cependant les autres sûretés réelles doivent remplir un certain nombre de conditions liées à l'existence d'un marché liquide et à un prix de marché bien établi et d'autres conditions qui semblent difficiles à satisfaire en présence de sûretés sur actifs immatériels comme la propriété intellectuelle ou du fonds de commerce.

²⁵⁹ Règlement (UE) n ° 575/2013, article 201 et 202 n'envisagent pas cette possibilité.

d'analyser l'impact du renforcement des ratios prudentiels à la lumière du troisième accord Bâle (B).

A) L'obligation de constituer des fonds propres en fonction du risque de crédit de l'emprunteur : les accords Bâle I et Bâle II

50 La décision d'octroi de crédit potentiellement influencée par les exigences de fonds propres. La décision des établissements de crédit pour d'accorder ou non un crédit à des *start-up* peut être influencée par son obligation de constituer des fonds propres en proportion du risque de crédit lié à l'opération en question. Cela peut constituer une difficulté pour les *start-up*, dont le risque de crédit peut être souvent considéré comme important. Les exigences réglementaires prudentielles actuelles pesant sur les établissements de crédit trouvent leur source au sein des accords Bâle.

51 Le dispositif mis en place par les accords Bâle I. Le comité de Bâle sur la supervision bancaire a été institué par les gouverneurs des banques centrales des États du G10²⁶⁰. Ces derniers États ont conclu un accord afin de faire converger leurs réglementations prudentielles en définissant la notion de fonds propres²⁶¹.

Depuis l'accord Bâle I, le risque présenté par l'emprunteur avait déjà une place importante dans le processus de décision des établissements de crédit. Le premier accord avait déjà recommandé le respect d'un ratio de solvabilité (appelé le ratio « *Cooke* ») : ce ratio exigeait que l'établissement constitue une quantité de fonds propres équivalente à 8% de ses expositions, pondérée du risque de crédit des

²⁶⁰ GOODHEART C., *The Basel Committee on Banking Supervision: A History of the Early Years*, Charles Goodhart, Cambridge University press, 2011, p. 1.

²⁶¹ BAUD C., *Bâle II—un dispositif néolibéral de financiarisation en pratiques*, op.cit., p. 28 : Il semble que les États souhaitent d'intégrer dans cette définition les actifs fréquemment utilisés par les établissements de crédits présents sur leur territoire afin d'obtenir des avantages vis-à-vis de leurs concurrents.

emprunteurs²⁶². Les fonds propres nécessaires à constituer en cas d'octroi d'un crédit ont obtenu une pondération en fonction du risque de crédit de l'emprunteur²⁶³.

Le ratio de solvabilité mis en place par Bâle I ne tenait cependant pas compte la taille et la maturité des entreprises emprunteuses. L'accord a seulement permis aux établissements de crédit de différencier les entités publiques et privés. Ainsi, l'impact de Bâle I sur les crédits accordés aux PME (comprenant les *start-up*) semble modéré.

52 Le changement opéré par l'accord Bâle II. De notre point de vue, c'est seulement après l'accord Bâle II ²⁶⁴ (qui a marqué une transformation dans l'approche de supervision des établissements de crédit²⁶⁵ et a abandonné le ratio Cook au profit du ratio

²⁶² Basel Committee of Banking Supervision, *International convergence of capital measurements and capital standards*, Basel, July 1988, p. 14, n°44. La directive européenne transposant le ratio de solvabilité : Directive 89/647/CEE du Conseil, du 18 décembre 1989, relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit, article 9.1. Il est également important de mentionner la deuxième directive bancaire (2DCB) qui a posé les bases du contrôle prudentiel communautaire (Deuxième directive 89/646/CEE du Conseil, du 15 décembre 1989, visant à la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, et modifiant la directive 77/780/CEE. Transposition en droit français de cette mesure : Règlement n°91-05 du 15 février 1991 relatif au ratio de solvabilité, article 1).

²⁶³ Basle Committee of Banking Supervision, *International convergence of capital measurements and capital standards*, op.cit., p. 21 et 22, Annexe I, D : Le crédit sur les monnaies ayant cours légal émise par un État ou sur les produits émis par des banques centrales était à 0% ; autres crédits bancaires des organismes internationales ou des Etats non OECD était à 20% ; les crédits immobiliers étaient à 50%, les autres crédits à 100%. En droit européen : Directive 89/647/CEE du Conseil, du 18 décembre 1989, article 5. Transposition en droit français de cette mesure : Règlement n°91-05 du 15 février 1991 relatif au ratio de solvabilité, article 1.

²⁶⁴ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, Juin 2006.

²⁶⁵ L'accord qui a été initialement fondé sur la convergence des normes et des dispositifs de mesure des fonds propres avait désormais pour objet de déterminer : quels sont les objectifs des autorités de contrôle et quels moyens ces dernières devaient employer afin de s'assurer du respect des exigences prudentielles. L'accord Bâle II a été fondé sur trois piliers. Le premier pilier de Bâle II était l'exigence minimale de fonds propres et les encours pondérés. Le deuxième instaurait une procédure de surveillance de gestion de fonds propres, comprenant également sur les contrôles de gestion de risque (sur ce point : DEVÈZE J. et al., « *Traits généraux du ratio Mc Donough* », 188, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022). Le troisième mettait en place une mesure de discipline du marché.

McDonough²⁶⁶) que les exigences prudentielles ont obtenu une place déterminante dans la décision d'octroi de crédit au regard des PME et des *start-up*.

Le deuxième accord a, en outre, mis en place une approche de notation interne qui a conduit les établissements à réaliser une évaluation précise du profil de risque de l'emprunteur, et notamment sa maturité, afin de pouvoir calculer les fonds propres réglementaires nécessaires pour l'opération²⁶⁷. En l'absence d'adoption du système de

²⁶⁶ Nous notons également que le ratio « *Cooke* » a été abandonné au profit du ratio « *McDonough* ». Ce nouveau ratio incluait, à côté du risque de crédit, déjà prévu par les accords initiaux de Bâle, les risques de marché mais également les risques opérationnels. Le risque de marché est défini par l'accord Bâle comme le risque de pertes sur des positions de bilan et d'hors-bilan à la suite de variations des prix du marché. Il recouvre les risques relatifs aux instruments liés aux taux d'intérêt et aux titres de propriétés du portefeuille de négociation, le risque de change ainsi que le risque sur le produit de base encourus par l'établissement de crédit (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, op.cit., p. 171 et s., n°683 et s.). La prise en compte du risque de marché dans le calcul du ratio de solvabilité a attribué une pondération aux différents produits échangés sur les marchés détenus par les banques. Ce changement n'avait pas pour conséquence l'élimination complète des opportunités d'arbitrage car le risque des crédits alloués par les établissements bancaires pouvait toujours être transféré vers les produits de pondération faible, notamment pour les établissements optant pour l'approche standard. Cette méthode est basée sur l'évaluation de la qualité des produits par la prise en compte des notes des agences de notations externes (Sur ce sujet : EFING, M., « *Arbitrating the Basel Securitization Framework: Evidence from German Abs Investment* », Bundesbank Discussion Paper No. 40/2015, 2015, p. 1).

²⁶⁷ La méthode de notation interne offrait, en effet, une technique plus fine d'évaluation du risque aux établissements de crédit (et des fonds propres): cette méthode tenait compte du risque de défaut de contrepartie et du risque sur la ligne de crédit. Cette méthode prenait en compte trois facteurs de risque : le taux de probabilité de défaut ; le taux de perte en cas de défaut et l'exposition en cas de défaut. La méthode de notation interne comportait deux sous-méthodes l'approche notation interne fondation et la méthode de notation interne avancée (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, op.cit, p. 65 et s., n°245 et s. ; DEVÈZE J. et al., « *Grands principes du nouveau ratio en matière de risque de crédit* », 240, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022). Dans la méthode de fondation l'établissement de crédit concerné ne calculait que la probabilité de défaut, les autres paramètres ont été fixés par les accords et les autorités compétentes. Le taux de perte en cas de défaut et l'exposition au moment du défaut ont été fixées par le régulateur de façon forfaitaire (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, op.cit., p. 73 et 74, n°285 à n°296). *A contrario*, dans l'approche avancé les établissements eux-mêmes ont estimé tous les paramètres (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, op.cit., p. 77, n°297). Sur ce point : GOLTIN V., « *Le financement des PME et la réforme de Bâle II* », in : Banque de France, *Le financement des PME et de la réforme de Bâle*

notation interne, les établissements peuvent également adopter l'approche standard. Alors que dans la première approche l'établissement de crédit est tenu de développer un système de notation interne, les établissements choisissant l'approche standard doivent faire appel à des organismes externes d'évaluation du crédit²⁶⁸.

Le calcul plus précis du risque de crédit exigé par la méthode de notation interne est susceptible d'influencer négativement la décision des établissements de crédit dans le financement des PME, dans la mesure où ces derniers présentent un risque de crédit, par définition relativement élevé²⁶⁹.

II », Bulletin de la Banque de France, Septembre 2007 p. 106 et 107). Adaptation de Bâle II en droit européen la méthode de notation interne : Directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, article 84 (la directive fait mention de l'approche avancée au sein de l'article 105 et s.). Transposition en droit français : arrêté du 20 février 2007 relatif aux exigences de fonds propres applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement, article 38-1 et s. (s'agissant de la notion interne). S'agissant en particulier de l'approche avancée : articles 363-1 et s.

²⁶⁸ GOLTIN V., Le financement des PME et la réforme de Bâle II, in : Banque de France, *Le financement des PME et de la réforme de Bâle II*, op.cit., p. 108. S'agissant de l'approche standard Bâle II a instauré un ajustement plus fin que Bâle I tenant compte la nature des contreparties et même leur maturité dans le calcul des actifs pondérés (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, op.cit., p. 24 et 25, en particulier n°70). Adaptation de Bâle II en droit européen l'approche standard : Directive 2006/48/CE, article 78 et s. (sur l'approche standard). Arrêté du 20 février 2007 relatif aux exigences de fonds propres applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (article 7-1 et s.) Actuellement ces approches sont reflétées dans le règlement (UE) n° 575/2013 au sein du Titre 2 du règlement (le Chapitre 2 convient l'approche standard et le Chapitre 3 contient l'approche de notation interne). Nous notons que dans le cadre de cette approche les PME classifiées comme « clientèle de détail » bénéficient d'une pondération de risque de crédit relativement avantageuse que les PME *qualifiées de simple entreprise*. La pondération des PME de détail est en effet 75% alors que celles de PME *corporate* est de 100%. Dans l'accord Bâle II : Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, op.cit., p. 25 (n°67 et n°69 pour les créances sur les entreprises non-notées et n°70 pour la clientèle de détail). Ces pondérations sont reflétées par le règlement CRR : Règlement (UE) n° 575/2013, article 122 : expositions sur les entreprises non-notées et article 123 : expositions sur le PME de détail.

²⁶⁹ La méthode de notation interne n'avait donc pas seulement une influence sur le calcul du risque de crédit mais également dans sa prise en compte dans la décision d'octroi de crédit.

Malgré ces contraintes que Bâle II est susceptible de présenter au regard des établissements de crédit souhaitant financer des PME par le crédit la conclusion a été accompagnée par des mesures d'ajustement en faveur des PME. Les établissements de crédit utilisant la méthode de notation interne étaient, en effet, autorisés à tenir compte de la taille des entreprises financées²⁷⁰.

En outre, si le cadre juridique actuel semble théoriquement contraignant au regard des crédits destinés aux PME, ces contraintes ne sont pas nécessairement confirmées par les études économiques, qui soulignent une baisse potentielle du capital réglementaire des établissements de crédit en cas de financement des jeunes entreprises²⁷¹.

B) L'impact du renforcement des ratios prudentiels sur le financement des *start-up* : l'accord Bâle III

53 Un renforcement considérable résultant de l'accord Bâle III. L'adoption de l'accord Bâle III et sa transposition en droit européen, à travers le règlement (UE) n° 575/2013 (ci-après « *Règlement CRR* »²⁷²) a marqué un renforcement important du ratio

²⁷⁰ L'accord a mis en place une définition pour les PME pour entreprises utilisant l'approche de notation interne et a autorisé les établissements de crédit de tenir compte de leur taille. Celle-ci correspondait à une société dont le chiffre d'affaires publié et consolidé, à l'échelle du groupe, est inférieur à 50 millions d'euros (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, op.cit., p. 70, n°273). En droit européen : Directive 2006/48/CE, Annexe VII, 1.1. Transposé en droit français : arrêté du 20 février 2007 relatif aux exigences de fonds propres applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement, article 49. L'accord a par ailleurs conféré une pondération plus avantageuse aux petites entreprises qu'aux autres entreprises au sein de l'approche standard, p. 25. En droit européen : Directive 2006/48/CE, Annexe VI, 8. Transposé en droit français : arrêté du 20 février 2007 relatif aux exigences de fonds propres applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement, article 18.

²⁷¹ Basel Committee on Banking Supervision, « *Quantitative Impact Study 3- Overview of Global Results* », May 2003, p. 5 et 7; Basel Committee on Banking Supervision, « *Results of the fifth quantitative impact study (QIS 5)* », June 2006, p. 21. Également sur ce point: European Central Bank, *The new Basel capital framework and its implementation in the European Union*, occasional paper series, n°42, p. 42. Sur ce point : AUBIER M., « *Impact de Bâle II sur l'offre de crédit aux PME* », *Économie & Prévision*, 2007, p. 144, n°1.4.

²⁷² S'agissant du droit européen, après l'adoption du paquet CRD II et III c'est finalement le paquet CRD IV qui a transposé l'accord Bâle III en droit européen en 2013. Le deuxième paquet CRD (ou CRD II) a été constitué des directives 2009/111/CE, 2009/27/CE et celle du 2009/83/CE. Ces directives

de solvabilité (qui était désormais de 10,5% dont 8% des actifs pondérés aux risques et 2,5% au titre du coussin contracyclique²⁷³) Cet accord a également complété le dispositif antérieur par des mesures macroprudentielles.

Bâle III a imposé aux établissements de crédit la constitution de coussins de conservations de fonds propres et de coussins de conservation contracycliques²⁷⁴ et a ainsi ajouté une exigence de capital indépendant du risque afin de limiter l'endettement des banques et prévenir une prise de risque excessive²⁷⁵. L'accord a recommandé la mise en place d'un ratio de liquidité de long terme (*Net Stable Funding Ratio* ou NFSR)²⁷⁶, permettant de gérer le risque structurel de liquidité, et le ratio à court terme

avaient pour objectif d'améliorer la gestion des grands risques, la qualité des fonds propres et les instruments issus de la technique de titrisation. La directive 2010/76/UE (CRD III) a été adoptée le 24 novembre 2010. Elle concernait notamment sur la nouvelle législation des exigences de fonds propres pour les portefeuilles de négociation et pour les re-titrisations. Sur le sujet : NOUY D., « *Les risques du shadow banking en Europe : le point de vue du superviseur bancaire* », Dans Rev. d'économie financière 2013/1, n°109, p. 221 à 238, 2013. MISKHIN F., *Monnaie, banque et marchés financiers*, Pearson Education, 2010, p. 453. L'adoption des mesures bâloises par le droit européen s'est poursuivie par la directive CRD IV (directive 2013/36/UE du parlement européen et du conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE) et par le Règlement CRR (Règlement (UE) n° 575/2013) et a été achevé par la directive CRD V (Directive (UE) 2019/878 du parlement européen et du conseil du 20 mai 2019 modifiant la directive 2013/36/UE) et le règlement CRR II (Règlement (UE) 2019/876 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2019 modifiant le règlement (UE) n° 575/2013).

²⁷³ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires*, 2010, p. 61 à 66 ; n°122 à n°150 Règlement (UE) n° 575/2013, article 92, 1., c). En droit européen : directive 2013/36/UE, article 136, 4. Arrêté du 3 novembre 2014 relatif aux coussins de fonds propres des prestataires de services bancaires et des entreprises d'investissement, article 6

²⁷⁴ Sur le coussin contracyclique : BLACHE D., « *Droit bancaire et financier européen, Règles prudentielles européennes applicables aux établissements de crédit, entreprises d'investissement, établissements de paiement et établissements de monnaie électroniques* », op.cit., n°50 et n°51.

²⁷⁵ TOADER O.-M., *Recherches sur les coûts et les bénéfices de la nouvelle réglementation bancaire*, thèse, Université d'Orleans, 2016 p. 6.

²⁷⁶ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires*, op.cit. p. 10, n°40. En droit européen : Règlement (UE) 2019/876 du parlement européen et du conseil du 20 mai 2019 modifiant le règlement (UE) no 575/2013 en ce qui concerne le ratio de levier, le ratio de financement stable net, les exigences

(*Liquidity Coverage Ratio* ou LCR) ayant pour l'objet de gérer les scénarios de stress²⁷⁷. Il a également proposé de mettre en place un ratio levier²⁷⁸.

Le *Liquidity Coverage Ratio* oblige les banques à détenir une quantité suffisante d'actifs de haute qualité²⁷⁹ pour faire face à éventuelle crise de liquidité de 30 jour calendaires²⁸⁰ alors que le *Net Stable Funding Ratio* impose aux établissements de crédit de financier des expositions de long terme avec des actifs de maturité similaire²⁸¹.

en matière de fonds propres et d'engagements éligibles, le risque de crédit de contrepartie, le risque de marché, les expositions sur contreparties centrales, les expositions sur organismes de placement collectif, les grands risques et les exigences de déclaration et de publication, et le règlement (UE) no 648/2012, article 428c.

²⁷⁷ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires*, op.cit. p. 10, n°41. En droit européen : Règlement délégué (UE) 2015/61 de la commission du 10 octobre 2014 complétant le règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne l'exigence de couverture des besoins de liquidité pour les établissements de crédit » article 5. Sur les ratios de liquidité : DEVÈZE J. et al., « *Les mesures relatives à la liquidité* », 197, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

²⁷⁸ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires*, op.cit. p. 67 et s., n°151 et s. Règlement (UE) 2019/876 du parlement européen et du conseil du 20 mai 2019 modifiant le règlement (UE) no 575/2013 en ce qui concerne le ratio de levier, le ratio de financement stable net, les exigences en matière de fonds propres et d'engagements éligibles, le risque de crédit de contrepartie, le risque de marché, les expositions sur contreparties centrales, les expositions sur organismes de placement collectif, les grands risques et les exigences de déclaration et de publication, et le règlement (UE) no 648/2012 , article 429.

²⁷⁹ En pratique les actifs HQLA se composent de deux niveaux : le premier comprend la monnaie ayant cours légal et les actifs qui peuvent être facilement converti en monnaie ayant cours légal en cas de situation de stress sur le marché (dette souveraine) et le second niveau contient d'autres actifs qui sont facilement revendables en cas de crise : les obligations à risque faible, obligations couvertes, des instruments financiers émis par des banques centrales (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Bâle III : Ratio de liquidité à court terme et outils de suivi du risque de liquidité*, janvier 2023, p. 8 et s., n° 24 et s.).

²⁸⁰ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Bâle III : dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risque de liquidité*, décembre 2010 p. 10, n°40 et n°41. Sur ce point : HUMBLOT T., *Bâle III comportement des banques et financement des emprunteurs risqués*, Université de Bordeaux, 2016, p. 62.

²⁸¹ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Basel III : Ratio structurel de liquidité à long terme*, Octobre 2014, La quantité de financement stable (*available stable funding*), disponible pendant une année en période de stress qui doit être supérieure au financement stable exigée (*required stable funding* (su ce

Le formule du ratio de levier « *est égal à la mesure de fonds propres (au numérateur) divisée par la mesure de l'exposition (au dénominateur)*²⁸² ». Le ratio de levier²⁸³ et surtout les ratio de liquidité²⁸⁴ ont été critiqués at au regard de leur effet potentiel sur les PME et sur le financement des emprunteurs présentant des risques accrus. Le ratio de liquidité à court terme pourra notamment inciter les établissements de crédit à augmenter le taux d'intérêt des prêts accordés aux *start-up* (qui sont souvent de moyen terme²⁸⁵) puisque lesdits prêts ne pourraient être financées que par des liquidités de maturité similaire ²⁸⁶.

54 Les allègements prévus par l'accord Bâle III et par le cadre réglementaire européen. Si l'accord Bâle III a considérablement renforcé les exigences résultant des ratios, la réglementation européenne a également prévu un allègement de plus grande ampleur, notamment un coefficient spécial²⁸⁷, dédié aux PME.

point : TOADER O.-M., *Recherches sur les coûts et les bénéfices de la nouvelle réglementation bancaire*, op.cit., p. 63 et s.).

²⁸²Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Bâle III : ratio de levier et exigences de publicité*, Janvier 2014, p. 1. Certaines ratios mis en place par Bâle III, notamment le ratio levier le ratio de liquidité à court terme ont fait l'objet d'assouplissement. S'agissant du ratio la liquidité à court terme l'assouplissement portait sur des bases des actifs comprises dans le ratio et également le calendrier d'application du ratio. Sur ce point : « *Assouplissement des règles de Bâle III, Communiqué Comité de Bâle* », 6 janv. 2013, Rev. Lamy dr. aff., N° 79, 1er février 2013.

²⁸³ Sur les critiques du ratio de levier : BRICQ N., « *Proposition de résolution européenne présentée au nom de la commission des affaires européennes en application de l'article 73 quater du règlement, sur la réglementation bancaire* », Rapport nom de la commission des finances (1) sur la proposition de résolution européenne de YUNG Y.R., présentée au nom de la commission des affaires européennes, en application de l'article 73 quater du Règlement, sur la réglementation bancaire E 6480 et E 6787, 6 mars 2012, p. 28 et 29.

²⁸⁴ HUMBLLOT T., *Bâle III comportement des banques et financement des emprunteurs risqués*, op.cit., p. 66 (ratio de liquidité à court terme) et p. 293 et 298 (ratio de liquidité à court terme et ratio de liquidité à long terme). Également sur ce point : CeFIP, « *Impact de Bâle III sur le financement des PME* », 2014, p. 3 à 8.

²⁸⁵ BPIFrance, « *Recourir à un prêt bancaire pour financer son projet de création d'entreprise, modalité d'obtention d'un prêt bancaire* », op.cit.

²⁸⁶ CeFIP, « *Impact de Bâle III sur le financement des PME* », op.cit., p. 5 et 6.

²⁸⁷ Règlement (UE) 2019/876, article 1), 133 « *article 501* ».

Le coefficient dénommé *SME Supporting Factor*²⁸⁸ qui n'est pas prévu au sein des accords Bâle III, doit être utilisée pour ces expositions dans le calcul des fonds propres pondérés aux risques²⁸⁹. L'application du coefficient concernait les petites et moyennes entreprises au sens de la recommandation de la Commission de 2003²⁹⁰ et portait initialement sur les emprunts inférieurs à 1,5 millions d'euros²⁹¹. Avec la révision du Règlement CRR (effectuée par le « *Règlement CRR II* »), ce seuil a été porté à 2,5 millions d'euros et un traitement préférentiel de 85% reste applicable aux établissements au-delà de ce montant²⁹².

L'objectif du coefficient instauré par le Règlement CRR était de contrebalancer les éventuels impacts de l'augmentation de la qualité et de la quantité de fonds propres requis par le nouvel accord Bâle²⁹³. Certaines recherches récentes ont toutefois remis

²⁸⁸ Le coefficient que les établissements doivent appliquer est de 0,7619.

²⁸⁹ Sur ce dispositif : Financial Stability Board, *Evaluation of the effects of financial regulatory reforms on small and medium-sized enterprise (SME) financing*, op.cit., p. 27 ; DIETSCH M. DÜLLMANN K. FRAISSE H. KOZIOL P. OTT C., « *Support for the SME Supporting Factor, Débats économiques et financiers N° 23* », Secrétariat général de l'autorité de contrôle prudentiel et de résolution direction des études, Octobre 2016.

²⁹⁰ European Banking Authority, « *Assessment of SME proposals for CRD IV/CRR* », September 2012, p. 7.

²⁹¹ Règlement (UE) n°575/2013, article 501.

²⁹² Règlement (UE) 2019/876, article 1), 133 « *article 501* » ; European Commission, *Consultation publique : application des réformes de l'accord de Bâle III final dans l'UE, 2019*, p. 18 ; S'agissant de l'accord Bâle : Comité Bâle sur le contrôle bancaire, *Révision de l'approche standard pour le risque de crédit*, 2016, p. 2.

²⁹³ Deutsche Bundesbank, *Support for the SME supporting factor? Empirical evidence for France and Germany*, EBI Conference, 27 October 2016, p. 2 à 4 ; European Banking Authority, *Assessment of SME proposals for CRD IV/CRR*, p. 24. Malgré l'adoption du *SME Supporting Factor* la Fédération Bancaire Française fait l'état d'une augmentation du coût du financement pour les PME : Fédération Bancaire Française, *French Banking Federation response to the consultative document on evaluation of the effects of financial regulatory reforms on SME financing*, 2 août 2018. Sur l'impact positif du *SME supporting factor*: IZQUERIDO F. J., MUNOZ S., RUBIO A., ULLOA C., « *Impact of capital regulation on SMEs credit* », BBVA Research, Working paper, January 2017, 6 et 7. L'EBF souligne l'impact potentiellement négatif du cadre réglementaire et l'importance du *SME Supporting Factor*, European Banking Federation, *EBF Answers to the FSB consultation on the evaluation of the effects of financial regulatory reforms on the provision of financing to SMEs*, 18 Mars 2018, p. 20 à 26.

en question l'impact de l'efficacité des allègements accordés aux PME par le cadre réglementaire issu de Bâle III²⁹⁴.

55 Le renforcement des exigences réglementaires à travers « Bâle IV ». Enfin, il convient de faire mention de la proposition de règlement CRR III²⁹⁵ (ci-après « *Règlement CRR III* ») qui finalisera la mise en œuvre des mesures Bâle III²⁹⁶ (également appelées paquet « *Bâle IV* ») au sein de l'Union européenne.

Les mesures imposées par Bâle IV soulèvent, en effet, de nouvelles questions en matière de financement des PME en lien avec (i) l'instauration des planchers de fonds global qui ont pour objet d'éviter que les établissements qui utilisent l'approche standard réduisent de « *manière excessive leurs fonds propres* »²⁹⁷ (qui est notamment critiqué pour son potentiel impact sur la titrisation des créances sur les PME²⁹⁸) et (ii) l'augmentation des expositions sur les entreprises non-notées²⁹⁹.

²⁹⁴ La Fédération Bancaire Française fait l'état d'une augmentation du coût du financement pour les PME : Fédération Bancaire Française, *French Banking Federation response to the consultative document on evaluation of the effects of financial regulatory reforms on SME financing*, 02 août 2018. Sur l'impact positif du SME supporting factor: IZQUERIDO F. J., MUNOZ S., RUBIO A., ULLOA C., « *Impact of capital regulation on SMEs credit* », BBVA Research, Working paper, January 2017, 6 et 7. L'EBF souligne l'impact potentiellement négatif du cadre réglementaire et l'importance du SME Supporting Factor, European Banking Federation, *EBF Answers to the FSB consultation on the evaluation of the effects of financial regulatory reforms on the provision of financing to SMEs*, 18 Mars 2018, p. 20 à 26.

²⁹⁵ Proposition de règlement du parlement européen et du conseil, modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 en ce qui concerne les exigences pour risque de crédit, risque d'ajustement de l'évaluation de crédit, risque opérationnel et risque de marché et le plancher de fonds propres

²⁹⁶ Bank for International Settlements, *Finalising post-crisis reforms*, December 2017, p. 137 et s.

²⁹⁷ Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 575/2013 as regards requirements for credit risk, credit valuation adjustment risk, operational risk, market risk and the output floor, 9.2.2023 - (COM(2021)0664 – C9-0397/2021 – 2021/0342(COD)), consid. 4 et article 1 (23a).

²⁹⁸ AFME, *Impact of the SA Output floor on the European Securitisation market, Reseach report*, 22-65a, 10 novembre 2022, p. 4.

²⁹⁹ Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 575/2013 as regards requirements for credit risk, credit valuation adjustment risk, operational risk, op.cit., n°39 et n°42 et s. : la réglementation augmente légèrement la pondération des entreprises non-notées (qui peuvent plus facilement obtenir une pondération de 150% (article 121) et renforce les critères d'application de la catégorie clientèle de détail (article 123).

Outre les contraintes qui résultent du cadre juridique prudentiel, il convient également d'aborder un autre aspect de la réglementation des établissements de crédit qui est susceptible de constituer un obstacle au financement des *start-up* et des PME. Il s'agit des exigences réglementaires encadrant la décision de l'octroi de crédit.

2§) *Un encadrement de la décision d'octroi de crédit*

56 Une décision fondée sur des critères objectifs. Les établissements de crédit ont beaucoup de difficultés à évaluer la viabilité des entreprises innovantes en raison du caractère partiel et limité des informations qui leur sont fournies par ces dernières³⁰⁰. Ce problème d'évaluation vient-il uniquement de la pratique ou existe-il des raisons juridiques sous-jacentes expliquant ce phénomène ?

Les établissements de crédit sont tenus de prendre en compte des critères objectifs liés notamment à l'historique financier de l'emprunteur non seulement pour des raisons pratiques (résultant de la nature même de l'instrument de financement) mais également pour des raisons réglementaires. En effet, la réglementation impose un certain nombre de critères à prendre en compte lors de la décision d'octroi de crédit et incite les établissements de crédit à adopter la technique du *credit scoring* qui conduit les banques vers une prise de décision fondée sur des critères objectifs.

57 Un processus de décision d'octroi de crédit alourdi par les contraintes en matière de gouvernance. Compte tenu de l'importance de leur fonction au sein de la société dans son ensemble, les établissements de crédit sont tenus de mettre en place un dispositif de contrôle interne et de risques. Ces mécanismes de contrôle interne et de risques imposent des règles contraignantes en matière de gouvernance et rendent le processus de décision d'octroi de crédit lourd et impersonnel.

³⁰⁰ JACQUIN J., Jeunes entreprises innovantes, p. 111 ; European Central Bank, *The impact of the CRR and the CRD IV on the Bank financing*, December 2015, p. 17.

Nous aborderons dans un premier temps les contraintes résultant de l'obligation de fonder la décision d'octroi de crédit sur les critères objectif (A) pour poursuivre notre analyse par l'obligation de prendre des décisions de façon stratifiée (B).

A) Une décision d'octroi de crédit fondée sur les critères objectifs

58 L'importance des facteurs objectifs dans la décision d'octroi de crédit. Les contraintes résultant de la réglementation bancaire au regard des PME trouvent leur source de façon générale dans le caractère objectif des informations prises en compte dans la décision d'octroi de crédit.

La réglementation applicable fournit des critères précis qui doivent être pris en compte dans la décision d'octroi de crédit. Cette décision doit nécessairement tenir compte de la rentabilité de l'entreprise emprunteuse³⁰¹ et de sa situation financière actuelle et future³⁰² et éventuellement des garanties (si elles existent). Dans son analyse, l'établissement de crédit doit se fonder sur les états financiers de l'entreprise³⁰³.

Parmi les facteurs objectifs, il convient de souligner l'importance du risque de crédit dans la décision des établissements de crédit. Si le risque de crédit semblait constituer un facteur important dans la décision d'octroi de crédit, son importance a été davantage renforcée après l'adoption de l'accord Bâle II. En vertu de l'accord précité, la notation

³⁰¹ Arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne des entreprises du secteur de la banque, des services de paiement et des services d'investissement soumises au contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, article 109. Ces contraintes étaient déjà présentes dans le cadre juridique issu du règlement CRBF 97-02 relatif au contrôle interne des dispositions nouvelles en matière de gestion des risques (article 20) et sont alignées sur les recommandations du comité de Bâle émises en 1998 (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Cadre pour les systèmes des contrôle interne dans les organisations bancaires, septembre 1998 ; EBA, *Guidelines on loan origination and monitoring*, EBA/GL/2020/06, 29 May 2020, n°128).

³⁰² EBA, *Guidelines on loan origination and monitoring*, op.cit., n°128 et s. L'évaluation de la situation financière est également mentionnée au sein de l'article 107 de l'arrêté du 3 novembre 2014 et dans le règlement CRBF 97-02 (article 19) en lien avec l'analyse du risque de crédit.

³⁰³ EBA, *Guidelines on loan origination and monitoring*, op.cit., n°128, a). L'évaluation de la situation financière est également mentionnée au sein de l'article 107 de l'arrêté du 3 novembre 2014 et dans le règlement CRBF 97-02 (article 19) en lien avec l'analyse du risque de crédit.

interne doit constituer l'essentiel de la décision d'octroi de crédit (si un système de notation interne est adopté par un établissement de crédit³⁰⁴).

Or, après l'adoption du système de notation interne l'évaluation du risque de crédit ne semble plus reposer sur l'expertise de « terrain » des opérationnels de la banque mais sur un système automatisé³⁰⁵ de *credit scoring*.

59 L'impact de Bâle II : la généralisation du *credit scoring*. Le *credit scoring* peut-être défini comme l'évaluation du risque de crédit lié à une personne physique ou morale sur la base de données préexistantes³⁰⁶.

Initialement appliqué dans le secteur immobilier³⁰⁷, le *credit scoring* a été appliqué dans l'évaluation des entreprises à partir du milieu des années 1960³⁰⁸. Son adoption

³⁰⁴ Le cadre Bâle II précise que « *les notations internes et les estimations de défauts et pertes doivent jouer un rôle essentiel dans l'approbation du crédit, la gestion des risques, l'allocation interne des fonds propres et la gouvernance d'entreprise des banques ayant recours à l'approche NI* » (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres, dispositif révisé*, version compilée, juin 2006, n°444). Sur ce point également : Basel Committee of Banking Supervision, *Basel Framework*, 15 December 2019, 36.61. ; Règlement (UE) n ° 575/2013, Article 144, 1, b.

³⁰⁵ Pour l'analyse de risque préalable à Bâle II : BAUD C., *Bâle II—un dispositif néolibéral de financiarisation en pratiques*, op.cit. p. 426 et s. (en particulier p. 440). Pour l'analyse de risque postérieure à Bâle II (utilisation d'un système automatisé) : BAUD Céline, *Bâle II—un dispositif néolibéral de financiarisation en pratiques*, op.cit., p. 441 et s.

³⁰⁶ Cette évaluation du risque de crédit est effectuée en fonction des scores obtenus par les emprunteurs et attribués par l'agent chargé de l'octroi de crédit (BERNARD-GELABERT M.-C. et al., « *Le scoring* » ; 372-78, *Lamy Gestion et finances des collectivités territoriales*, 28 février 2022). Le *credit scoring* a été déterminé par le premier article du règlement de 2013 modifiant celui de 2009 : « *une mesure de la qualité de crédit établie à partir de données synthétisées et exprimées uniquement sur la base d'un système ou modèle statistique préétabli, sans autres données analytiques de fond relatives à la notation émanant d'un analyste de notation* » (Règlement (UE) n ° 462/2013, article premier, « *article 1* », 3), y)).

³⁰⁷ ANDERSON R., *The Credit Scoring Toolkit: Theory and Practice for Retail Credit Risk*, Oxford University Press, 2007, p. 8.

³⁰⁸ Le *credit scoring* a pour objet de mieux départager une population donnée en classes différentes. C'était en effet Durand qui a utilisé ces techniques de discrimination afin de départager les bons des mauvais demandeurs de crédit. Ces techniques ont été en 1958 automatisées par le cabinet Fair et Isaac (*What Borrowers Need to Know about Credit Scoring*, Hearing before the subcommittee on oversight

par les banques françaises est intervenue lors des années 1990 notamment sous l'influence de leur système de notation interne. C'est, en effet, cette nouvelle méthode introduite par l'accord Bâle II qui a permis au *credit scoring* de se généraliser³⁰⁹.

Bâle II a donc non seulement conféré une place essentielle au risque de crédit dans la décision de l'octroi de crédit mais a également encouragé l'adoption des systèmes de *credit scoring* qui a obtenu une place importante dans le processus de décision des banques.

La pratique de *credit scoring* permet, en effet, aux établissements de crédit de prendre une décision rapide concernant le financement de l'entreprise demanderesse, mais a pour défaut de ne pas tenir compte de la diversité existante quant au modèle d'affaires des sociétés. Parmi les avantages de *credit scoring* il est possible de citer le traitement identique des dossiers ayant les mêmes caractéristiques. Cela est possible grâce au

and investigations of the Committee of Financial Services, U.S. House of Representatives, One Hundred Tenth Congress, Second Session Serial n°110-133, 29 July 2008., p. 136). Plusieurs modèles ont alors été établis : Beaver notamment utilisé une technique de classification supervisée pour les entreprises. (GIBSON H. Charles, *Financial Reporting and Analysis: Using Financial Accounting Information*, South-Western Cengage Learning, 2011, p. 470 et 471). Altman a distingué les entreprises saines et défaillantes en fonction de score de combinaison linéaire des cinq ratios financiers jugés les plus pertinentes. Il a accompli une avancée majeure suite aux tests réalisés sur 25 ratios dont il a retenu 5 (Sur l'adaptation du modèle de Z-score d'Altman aux exigences de Bâle II : ALTMAN E. I., « *Revisiting Credit Scoring Models in a Basel 2 Environment* », NYU Working Paper No. S-FI-02-11, May 2002 ; SAUNDERS Anthony, ALLEN L., *Credit Risk Measurement: New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms*, Wiley, 2002, p. 21). Feldman a utilisé le *scoring* dans le domaine du crédit accordé crédits aux petites entreprises (GUZANI A., *Traitement des dossiers refusés dans le processus d'octroi de crédit aux particuliers*, Conservatoire national des arts et métiers, 2014, p. 20). En France ce sont Conan et Holder qui ont développé des modèles permettant d'associer une note à la probabilité de défaillance des sociétés. Conan et Holder ont basé leur modèle sur un échantillon de 190 petites et moyennes entreprises dont 95 étaient considérées comme défaillantes et 95 saines. Les chercheurs ont observé 31 ratios qui se rapportaient à toutes les entreprises de l'échantillon. Cependant seuls 5 ratios s'avéraient significatifs et ont abouti à la formation de la fonction score (Sur ce sujet : PRUSAK B., « *Corporate Bankruptcy Prediction: International Trends and Local Experience* », *Journal of Risk and Financial Management*, MDPI, 2020, p. 24, n°3.1.1).

³⁰⁹ DJEDIDI-KOOLI S., *L'accès au financement des PME en France : quel rôle joué par le système bancaire*, op.cit., p. 22 et 23. World Bank Group, International Committee on credit reporting, *Credit scoring approaches guidelines*, 2019, p. 5.

système d'évaluation statistique qui permet d'éviter les décisions basées sur les impressions ou les ressentis des agents³¹⁰. La notation statistique de crédit permet également l'enregistrement des caractéristiques des entreprises notées dans des bases de données pouvant par la suite faciliter les activités de gestion de portefeuille.

L'analyse réalisée à travers le système de *scoring* est largement automatisée, tournée vers le passé ne tenant pas (ou très peu) compte des attributs spécifiques aux projets financés³¹¹.

60 Les techniques d'évaluation des entreprises en phase de démarrage. Du point de vue des établissements de crédit le développement du *credit scoring* a des avantages considérables simplifie l'évaluation des entreprises et contribue in fine à la réduction des risques de l'établissement.

Du point de vue des emprunteurs, la généralisation du *credit scoring* ne signifie cependant pas une évolution purement favorable. L'émergence du *credit scoring* est susceptible de réduire la place de l'appréciation personnelle des chargés d'affaires dans la décision d'octroi de crédit.

La généralisation du *credit scoring* initié par Bâle II pouvait avoir un impact potentiellement négatif sur l'évaluation des PME, et des jeunes entreprises innovantes³¹², notamment en raison des lacunes dans l'obtention et du traitement des informations subjectives (ou « *soft* ») à travers ces systèmes³¹³. La perte d'importance

³¹⁰ *What Borrowers Need to Know about Credit Scoring*, op.cit., p. 85.

³¹¹ BAUD Céline, *Bâle II—un dispositif néolibéral de financiarisation en pratiques*, op.cit. p. 471.

³¹² COSCI S., MELICIANI V., SABADO V., « *Relationship lending and innovation: Empirical evidence on a sample of European firms* », Working Paper Center for Relationship Banking and Economics, March 2015, p. 2 et 3; MONDEL Aymen, *Comment les banques octroient les crédits aux PME*, thèse, Université Paris Dauphine 2011, p. 12 à 15, 67 et 98.

³¹³ Les informations *soft* sont basées sur les rumeurs, des prévisions économiques, mais comprennent également le profil de l'entreprise et son secteur, sa réputation ainsi que l'expérience de son management et la structure de gouvernance (AYADI R., « *The new basel capital accord and sme financing* », EPS Reports in Finance and Banking No. 36, November 2005, p. 3). Il s'agit donc des informations qui sont, dans une grande mesure, basées sur l'appréciation humaine (DJEDIDI-KOOLI

des informations soft dans l'appréciation de la demande de crédit a été accompagnée d'un renforcement de la position des informations objectives (ou « *hard* »)³¹⁴.

Le recours systématique à la technique de *credit scoring* dans la décision d'octroi de crédit semble revêtir de nombreux inconvénients au regard des *start-up*³¹⁵. Il convient notamment de noter que le *scoring* est une évaluation tournée vers le passé, il ne prend pas en compte les prévisions futures. Or, pour l'évaluation des *start-up*, il convient de tenir compte de son potentiel de croissance et de ses projections de développement³¹⁶. Les *start-up*, étant des entreprises en phase de démarrage, celles-ci ne disposent généralement pas de *cash flow* réguliers et en l'absence de ressources elles ne sont souvent pas en mesure de fournir les garanties demandées par les établissements bancaires. Par ailleurs, les jeunes pousses consacrent souvent la quasi-totalité de leurs ressources au développement des produits technologiques³¹⁷. Le marge d'autofinancement des *start-up* reste, en effet, fortement négative au cours des premières années.

S., *L'accès au financement des PME en France, quel rôle joué par la structure du système bancaire*, op.cit., p. 169). Sur la nécessité de prendre en compte les informations soft dans l'évaluation des entreprises (CAMPBELL D., LOUMIOTI M., WITTENBERG-MOERMAN R., « *Making Sense of Soft Information: Interpretation Bias and Ex-post Lending Outcomes* », *A Journal of Accounting and Economics A Journal of Accounting and Economics*, 101240, Vol 68, Issues 2–3, November–December 2019, p. 5, n°2)

³¹⁴ L'information quantitative ou « *hard* » est celui qui peut être aisément défini à travers des chiffres (LIBERI J.-M., PETERSEN M., « *Information : Hard and soft* », *Review of Corporate Finance Studies*, Vol 8, Issue 1, March 2019, p. 1 et 2). L'information type *hard* comprend les données relatives aux déclarations financières à la performance à l'endettement, croissance, la productivité ou à la taille de l'entreprise, à la régularité du *cash flow* de cette dernière (ces facteurs sont évoqués dans l'ouvrage suivant : MELKA L., LABOURE M., *Investissement et structure de capital*, *Economica*, 2017, p. 14, n°1.1.1). L'information *hard*, par opposition à l'information *soft*, est impersonnelle et ne prend pas en compte le contexte dans lequel elle est produite. Elle peut être considérée comme objective (DJEDIDI-KOOLI S., *L'accès au financement des PME en France : quel rôle joué par le système bancaire*, op.cit., p. 169).

³¹⁵ DJEDIDI-KOOLI S., *L'accès au financement des PME en France : quel rôle joué par le système bancaire*, op.cit., p. 22.

³¹⁶ GUZANI A., *Traitement des dossiers refusés dans le processus d'octroi de crédit aux particuliers*, op.cit., p. 53, n°6.2

³¹⁷ TRABELSI D., *Capital-risque, fonctionnement, sortie par introduction en bourse, investissement séquentiel et financement de l'innovation*, op.cit., p. 10

Le processus de décision des établissements de crédit n'est pas seulement basé sur les critères objectifs mais reste également un processus contraignant pour l'établissement qui peut voir sa marge de manœuvre voir limitée par ses obligations relatives à la gouvernance.

B) Un processus de décision alourdie par les obligations en matière de gouvernance

61 Un processus de décision d'octroi de crédit hiérarchisé. S'agissant en particulier les décisions d'octroi de crédit, celles-ci doivent être prises suivant une procédure clairement formalisée et adaptée aux caractéristiques de l'établissement³¹⁸.

Il s'agit d'une procédure relativement lourde : la réglementation exige que certaines opérations lorsque leurs « *nature et l'importance* » l'exigent nécessaire ne soient pas prises par une seule personne³¹⁹. Un comité indépendant peut, le cas échéant, également être amené à intervenir dans le processus de prise de décision³²⁰.

62 Une décision conforme aux obligations de l'établissement en matière de gestion professionnelle de risque. Les décisions de financement prises par les établissements de crédit doivent être prises en fonction des obligations de gouvernance de l'établissement de crédit en matière de contrôle interne et en particulier en matière de gestion de risques³²¹.

³¹⁸ Règlement CRBF 97-02 relatif au contrôle interne des dispositions nouvelles en matière de gestion des risques, article 21 ; arrêté du 3 novembre 2014, l'article 111. (EBA, *Guidelines on loan origination and monitoring*, op.cit., p. 28 à 31).

³¹⁹ Règlement CRBF 97-02, article 21 arrêté du 3 novembre 2014, article 112. Les guides sur l'origination et le monitoring des prêts recommande la mise en place droit de veto au profit du directeur de risque management (EBA, *Guidelines on loan origination and monitoring*, op.cit., p. 29, n°69). Nous notons que dans la pratique il semble difficilement concevable que la décision de crédit ne soit pas une décision structurée et validée par plusieurs personnes au préalable notamment en raison de l'intégration forte de la fonction de risque management et le contrôle de risque de crédit dans la structure organisationnelle relative à la prise de décision.

³²⁰ Règlement CRBF 97-02, article 21 ; arrêté du 3 novembre 2014, article 112.

³²¹ EBA, *Guidelines on loan origination and monitoring*, op.cit., p. 30, n°73.

Les mécanismes de contrôle interne relatifs à la gestion des risques ont été progressivement renforcés au fil des évolutions réglementaires, et en particulier par la publication des Principes fondamentaux d'un contrôle bancaire efficace³²².

Les établissements de crédit sont aujourd'hui soumis à des mécanismes de gestion de risque et doivent se doter d'un responsable de la gestion des risques³²³ lequel a sous sa responsabilité les agents responsables de la surveillance et de la maîtrise des risques. Cette fonction de gestion de risques (anciennement « *filière risque* ») doit en outre disposer des moyens humains et techniques suffisants³²⁴.

Depuis l'arrêté de 3 novembre 2014, les établissements de crédit doivent mettre en place des méthodes internes³²⁵ en matière les établissements de crédits doivent également définir leur appétit de risque et leur stratégie de risques³²⁶ et des limites³²⁷

³²² Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace*, septembre 1997. En droit européen la directive CRD IV régit actuellement le contrôle interne (directive 2013/36/UE, articles 74, 75 et 88. Le règlement CRD I fait déjà mention du contrôle interne notamment au sein de son article 42). Auparavant le contrôle interne des établissements de crédit était régi par la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit qui faisait néanmoins référence à l'obligation de mesurer les risques et la rentabilité des activités et faisait mention du contrôle interne au sein de son article 51.

³²³ Règlement CRBF 97-02, articles 8 et 35. Commission bancaire, « *Présentation de l'arrêté introduisant dans le règlement n° 97-02 relatif au contrôle interne des dispositions Nouvelles en matière de gestion des risques* », Bulletin officiel du CECEI et de la Commission bancaire, n°22, décembre 2009, n°1.1 ; arrêté du 3 novembre 2014, l'article 74.

³²⁴ Règlement CRBF 97-02, article 32 ; arrêté du 3 novembre 2014, articles 82 et 216. Sur la filière risque instituée par le règlement 97-02 : Commission bancaire, *Présentation de l'arrêté introduisant dans le règlement n° 97-02 relatif au contrôle interne des dispositions Nouvelles en matière de gestion des risques*, op.cit., n°2.1.

³²⁵ Arrêté du 3 novembre 2014, article 14;

³²⁶ Arrêté du 3 novembre 2014, article 11, a) ; règlement (EU) 575/2013, article 435 (risque de crédit et de contrepartie ; EBA, *Guidelines on loan origination and monitoring*, op.cit., p. 14. Source européenne : la directive 2013/36/UE, article 76.

³²⁷ Arrêté du 3 novembre 2014, article 11, b). Source européenne : le règlement (EU) 575/2013, article 439 (risque de crédit et de contrepartie).

notamment en matière de risque de liquidité³²⁸ et prendre les décisions de crédits conformément à ces derniers.

Ces exigences ne sont pas susceptibles à elles seules de présenter un obstacle au regard du financement des petites et moyennes entreprises. Cependant, elles peuvent conduire l'établissement de crédit à rester prudent dans son appréciation en présence d'une jeune entreprise.

La réalisation de l'ensemble des formalités résultant de la procédure à suivre au sein d'un établissement de crédit peut également entraîner des délais importants, ce qui peut être un inconvénient majeur pour une entreprise technologique-up pour qui la rapidité peut être essentielle.

³²⁸ Le règlement CRBF 97-02 ne faisait mention de l'obligation de mesurer le risque de liquidité que dans son article 31. Aujourd'hui les obligations relatives à la mesure de risque de liquidité sont décrites au sein des articles 148 à 186 de de l'arrêté du 3 novembre 2014. L'établissement doit être en mesure de « détecter, mesurer, gérer et suivre le risque de liquidité » (article 148) établir les stratégies, politiques et procédures nécessaires à cet effet (article 149). L'établissement doit également déterminer une tolérance au risque de liquidité et le risque qu'elle accepte en fonction de son profil de risque (arrêté du 3 novembre 2014, article 181). Source européenne : article 86 de la directive 2013/36/UE qui adapte les mesures de Bâle III en droit européen (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Bâle III : dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risque de liquidité*, op.cit. p. 9 et n°34 et s.).

Conclusion du Chapitre I

63 Les contraintes résultant des caractéristiques du financement par crédit et des sûretés employées dans le cadre des opérations de crédit. Le crédit ne semble pas un produit de financement particulièrement adapté aux jeunes pousses. Ce produit nécessite, en effet, l'estimation de la probabilité de défaillance de l'emprunteur, ce qui est par nature élevée en présence de jeunes entreprises.

En outre, certaines sûretés semblent incompatibles avec le modèle d'affaires des *start-up* (et notamment avec l'absence d'actifs corporels dans leur patrimoine). Le risque d'un recours à des sûretés inadaptées et la possibilité de l'éventuelle diminution de la valeur de ces dernières, ayant pour conséquence la déchéance du terme du crédit, semble rendre le financement par le crédit bancaire très peu adaptés pour les *start-up*. En effet, les établissements de crédit sont susceptibles d'être réticent à prêter à une jeune entreprise n'ayant pas d'historique financier et dont le modèle d'affaire comporte des risques propres à l'innovation.

64 Les contraintes résultant du cadre réglementaire européen et international relative à l'organisation des établissements de crédit. Les établissements de crédit sont aujourd'hui également soumis à des exigences résultant du cadre réglementaire européen et international ayant pour objet d'assurer leur stabilité à travers la constitution des fonds propres minimum.

Le développement du cadre réglementaire prudentiel a été accompagné par l'évolution des technologies permettant une évaluation automatisée des personnes physiques et morales.

Si l'évolution de la réglementation prudentielle a présenté un changement majeur dans le fonctionnement des établissements de crédit, elle a présenté une contrainte importante au regard du financement des jeunes entreprises innovantes. Cependant c'est seulement après le deuxième accord Bâle que la réglementation prudentielle est devenue réellement préjudiciable au financement des *start-up* et des PME en général.

L'adoption du deuxième accord Bâle a cependant contraint les établissements de crédit à appliquer une analyse prenant en compte les caractéristiques des entreprises financées, et notamment la viabilité du projet dans le calcul des fonds propres réglementaires. De plus, le cadre réglementaire international contient désormais des méthodes d'évaluation incitant les établissements de crédit à la mise en place d'une notation des demandeurs d'emprunt, largement basée sur les techniques de *scoring*.

Ces évolutions semblent aller à l'encontre des besoins des jeunes entreprises innovantes. Dans le cadre du financement d'une *start-up* il convient de prendre en compte, au-delà des informations quantitatives, fondées essentiellement sur des données financières, des informations qualitatives ou subjectives. L'acquisition de ces informations est toutefois plus complexe que l'obtention des informations dites *hard*. Elle nécessite une relation personnelle avec l'entreprise emprunteuse.

Or, la relation personnelle entre l'établissement de crédit et les demandeurs d'emprunts semble désormais faire l'objet d'un encadrement strict qui ne favorise pas l'octroi de crédit à destination des projets innovants dont la compréhension nécessite une analyse poussée.

65 Le crédit bancaire n'est pas le seul moyen de financement qui nous semble inadapté aux *start-up* parmi les moyens de financement traditionnels. C'est également le cas de l'offre au public de titres qui est fréquemment suivie par une introduction des titres sur un marché. Si l'offre au public de titres présente des différences majeures avec le crédit bancaire nous observerons certaines similarités dans la nature des contraintes qui se dressent devant les jeunes pousses souhaitant de se financer en offrant leurs titres à un grand nombre d'investisseurs.

CHAPITRE II : LE FINANCEMENT DES *START-UP* PAR OFFRE AU PUBLIC DE TITRES FINANCIERS : LES CONTRAINTES ET LES OPPORTUNITÉS D'UN MOYEN DE FINANCEMENT PROTEIFORME

66 Le financement des sociétés et l'offre de titres financiers. L'offre de titres financiers, qu'il s'agisse de titres de capital ou de créance, peut être destinée à un nombre déterminé d'investisseurs mais peut également être ouverte au public.

L'offre au public de titres financiers et de parts sociales résultant de l'article L.411-1 et suivants du Code monétaire et financier, tels qu'ils sont rédigés actuellement ³²⁹ (ci-après « *l'Offre au public de titres financiers* » ou « *l'Offre au public* ») est soumise à des règles particulières et à des nombreuses conditions³³⁰, tenant notamment à la forme de la société concernée et aux informations à communiquer, en raison des « *intérêts contradictoires et inégaux* » dont elle organise la rencontre³³¹.

Une fois que l'Offre au public est réalisée, les titres sont susceptibles d'être échangés entre les investisseurs potentiels. Sur le plan économique, la revente des titres a lieu sur un marché dit « *secondaire* »³³², qui se distingue du marché primaire.

³²⁹ L'article L.411-1 du Code monétaire et financier fait référence à l'offre au public de titres financiers et parts sociales depuis l'ordonnance du 21 octobre 2019 (ordonnance n° 2019-1067 du 21 octobre 2019 modifiant les dispositions relatives aux offres au public de titres).

³³⁰ En général sur les conditions de l'offre au public de titres : COURET A., LE NABASQUE H., COQUELET M., GRANIER T., PORACCHIA D., REYNAUARD A., REYGROBELLET A., ROBINE D., *Droit financier*, Dalloz, 3ème édition, 2019, p. 189 et s., n°293 et s.

³³¹ GRANIER T., « *La notion d'appel public à l'épargne* », *Rev. de sociétés* 1992, p. 687.

³³² W. MELICHER R., A. NORTON E., *Introduction to Finance: Markets, Investments, and Financial Management*, Wiley, 2013 p. 16; VERNIMEN P., QUIRY P., DALLOCHIO M., *Corporate Finance: Theory and Practice*, Wiley, 2011, p. 7 et 8.

Les marchés secondaires des titres financiers sur lesquels les titres sont admis à la négociation peuvent prendre plusieurs formes. Les infrastructures actuelles, en droit français sont les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation (ou « SMN ») et les marchés organisés (ou « SON »), communément appelés « *systèmes multilatéraux* » ou de « *plateformes de négociations* »³³³ dont les définitions sont fournies par la directive concernant les marchés d'instruments financiers en vigueur (ci-après « *Directive MIF II* »)³³⁴ et par le Code monétaire et financier³³⁵.

L'admission à la négociation constitue un changement de perspective au regard de la société émettrice dont les titres seront désormais soumis à la réglementation gouvernant les titres financiers cotés³³⁶.

67 Les raisons poussant une *start-up* à procéder à une Offre au public de titres ou émettre ses titres sur un marché. L'opération d'Offre au public de titres financiers est généralement suivie par une admission à la négociation, ce qui constitue l'intérêt principal de ce type d'opération. Le lien étroit entre l'Offre au public de titres et l'admission est reflétée par l'expression anglaise *initial public offering* (ci-après « IPO ») qui met en valeur le caractère indissociable de l'Offre au public et de l'admission à la négociation. Nous emploierons cette expression afin de se référer au processus d'introduction sur une plateforme de négociation par Offre au public de titres.

³³³ BONNEAU T., PAILLER P., ROUAUD A.-C., TEHRANI A., VABRES R., *Droit financier*, LGDJ, 4^{ème} édition, 2023, p.361, n°561 et s. (sur les SMN), p. 386, n°603 et s. (sur les SON).

³³⁴ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

³³⁵ Articles L.420-1 à L.420-8 du Code monétaire et financier.

³³⁶ Sur la distinction des titres financiers cotés et les non cotés en droit français à travers l'ordonnance du 16 septembre 2020 : BONNEAU T., « *La formalisation de la distinction des sociétés cotées et non cotées par l'ordonnance du 16 septembre 2020* », *Rev. soc.*, 2020.595. Sur l'ordonnance : Ord. n° 2020-1142 du 16 septembre 2020 portant création, au sein du code de commerce, d'un chapitre relatif aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation.

Les motivations pour procéder à un IPO peuvent être nombreuses. L'ouverture du capital de la société à un nombre potentiellement élevé de souscripteurs de capital peut permettre une levée de fonds importante par rapport aux montants obtenus dans le cadre d'une opération de crédit bancaire ou de capital-risque.

L'IPO peut apporter à la *start-up* une visibilité et une réputation plus importante que celle des concurrents³³⁷. En outre un IPO peut également constituer le moyen pour une entreprise de trouver une nouvelle source de financement et peut permettre de rémunérer les employés et certains investisseurs³³⁸.

A la suite de son admission à la négociation sur un marché réglementé ou un SMN, la société est soumise à la réglementation applicable aux sociétés cotées, ce qui lui permet d'avoir accès à des marchés de financement plus liquides, avec une asymétrie d'information moins importante que sur les marchés des sociétés non cotées³³⁹.

Les particularités des IPO résident en leur caractère risqué et en la quantité élevée des fonds levée. Ces spécificités peuvent constituer un levier très important, mais également très sensible, lors de la croissance des entreprises.

Les IPO représentaient aux États-Unis au cours des années 1990 un moyen de financement important pour les entreprises dont l'activité était liée à la technologie, alors émergente, de l'internet. La période correspondant à la croissance fulgurante de ces *start-up* est aujourd'hui désignée comme la révolution « *dot.com* »³⁴⁰.

³³⁷ LEVRON G., « *Advantages and disadvantages of going public and becoming a listed company* », SSRN Electronic Journal, 1st July 2017, p. 2.

³³⁸ BONNEAU T., PAILLER P., ROUAUD A., TEHRANI A., VABRES R., *Droit financier*, op.cit., p. 729, n°1081 ; BOEHOMER E., LJUNGQVIST A., « *On the decision to go public: Evidence from privately-held firms* », NYU Working Paper No FIN-002, 2008, p. 1 à 6; HEIM G. R., *Going Public in Good Times and Bad: A Legal and Business Guide*, ALM Publishing, 2002, p. 13 à 27.

³³⁹ MAHIEUR X., « *Choix du financement externe en fonds propres des PME et ETI : private equity ou Bourse* », Rev. d'économie financière, n°121, 2016/1, p. 294 ; LEVIS M., VISMARA S., *Handbook of Research on IPOs*, 2013, Edward Elgar Publishing Limited, p. 58 à 60, n°2.1.

³⁴⁰ LOUNES M., « *Dynamisme du capital-risque américain : l'IPO n'est plus la voie de sortie préférée* », Vie & sciences de l'entreprise, n°185-186, 2010/3-4, p. 108 et 109 ; FERNANDEZ Valérie,

Les IPO et le financement des entreprises innovantes semblent donc avoir un lien en pratique. L'IPO est une opération qui paraît susceptible de correspondre aux besoins de la croissance d'une entreprise dont le *business model* est basé sur le développement d'un produit technologique³⁴¹.

L'IPO constitue encore aujourd'hui l'un des principaux moyens de sortie (également appelé « *exit* ») pour les fondateurs de *start-up* et les investisseurs. Sur le plan économique, cette opération marque la fin de la phase *start-up* dans la vie d'une jeune entreprise innovante, qui par l'admission à la négociation, aura atteint ses objectifs de croissance³⁴². En effet, l'introduction du titre d'une *start-up* sur une plateforme de négociation est considérée, par la littérature économique, comme le début de la phase dite de « *développement* », laquelle est ultérieure à la phase *start-up* dans la vie d'une entreprise³⁴³.

La pertinence de la qualification de *start-up* à compter de l'admission à la négociation devient, dès lors, discutable. Cette notion est liée aux deux premières phases du capital-investissement (à celles du capital amorçage et du capital démarrage et le capital post-crédation ou *early stage*³⁴⁴) dans la littérature économique. En effet, le caractère contraignant de la réglementation applicable aux opérations d'Offre au public de titres

LANTZ J.-S., « *Structure financière des dotcom et rôle de l'intermédiation financière en capital-investissement* », Réseaux, 2001/2, n°106, p. 182 à 185. Sur cette époque également BECKER H. W., « *The Dot.Com Revolution in Historical Perspective* », Entreprises et histoire, 43, °2006/2.

³⁴¹ L'IPO comme un moyen de financement des *start-up* (entreprises financées par capital-investissement) : LAWRENCE M. G., BARANOWSKI C., *Representing High tech company*, Law Journal Press, 2005, p. 2 à 9.

³⁴² Sur l'IPO comme un forme fréquente d'exit : COMMUNG D., *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 2012, p. 1 ; JOHNSON G., SCHOLLES K., WHITTINGTON R., *Exploring Corporate Strategy: Text & Cases*, Pearson Education Limited, 2008, p. 342 et 343; TRABLESI D., *Capital-risque sortie par introduction en bourse*, op.cit., p. 85.

³⁴³ LACHMANN J., *Le capital-risque et le capital investissement*, Economica, 1999, p. 30 à 45.

BERTONECHE M., GAUTHIER P., VICKERY L., *Le Capital-risque*, Presses Universitaires de France, 1987, p. 32 à 43 ; PREVOST F., *Entrepreneurs : quel private equity pour vous accompagner*, op.cit., p. 27.

³⁴⁴ MONDHIER C., *Capital risque pour financer la croissance et l'emploi*, op.cit., p. 23.

et l'admission à la négociation, et notamment la nécessité de disposer d'une performance et d'une stabilité financière considérables, sont susceptibles de remettre en cause la qualification de *start-up* des émetteurs.

Si elle est discutable, la qualification de *start-up* ne peut cependant pas être écartée pour autant. En effet, les opérations d'Offre au public de titres, très fréquemment suivies par une introduction en bourse, sont susceptibles de marquer la transition entre la phase *early stage*, et la phase du capital développement³⁴⁵.

Il convient dès lors d'étudier l'Offre au public de titres et l'admission à la négociation comme étant les moyens potentiels du financement des *start-up*.

68 Les *start-up* face aux impératifs du droit financier. Si l'emploi du terme IPO peut sembler utile pour se référer à une opération d'Offre au public suivi par l'admission à la négociation, il semble opportun de mener une analyse séparée des opérations d'Offre au public de titres et d'admission à la négociation pour plusieurs raisons.

D'abord, parce que certaines opérations d'Offre au public ne sont pas suivies par l'admission à la négociation³⁴⁶ et parce que toutes les admissions à la négociation ne sont pas forcément précédées une Offre au public de titres³⁴⁷.

Ensuite, parce que l'Offre au public ne fait pas peser les mêmes contraintes réglementaires sur un émetteur que l'admission à la négociation, même si les deux opérations restent fortement encadrées par le droit financier qui constitue un corpus juridique dérogatoire au droit commun³⁴⁸.

³⁴⁵ MONDHIER C., *Ingenierie financière & Private Equity*, Rev. Banque, 2003, p. 20.

³⁴⁶ Il s'agit notamment des placements privés et des placements de faible montant que nous aborderons *infra* n°93 et s..

³⁴⁷ Il s'agit de notamment de la cotation directe (sur cette technique : DEVÈZE J., et al., « *Procédures de première cotation* » 824, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022).

³⁴⁸ COURET A., « *Droit financier - La doctrine formatrice* », RDBF, 1er Janvier 2020, dossier 2, p. 1, n°10. Le caractère dérogatoire du droit financier, plus particulièrement de la régulation financière, semble découler de son objectif qui est celui de la protection des investisseurs et plus largement des

68.1 Les *start-up* et l'Offre au public de titres. L'Offre au public de titres financiers se résume, sur le plan juridique à l'émission de titres financiers et au placement de ces derniers auprès des investisseurs. Les émetteurs procédant à une Offre au public de titres ne sont soumis, dans un grand nombre de cas, qu'à la rédaction d'un document d'information, (le également appelé « *prospectus* »), qui doit être soumis à l'autorité compétente pour autorisation³⁴⁹. Si la rédaction d'un document d'information, et le processus d'obtention de l'approbation de celui-ci après de l'autorité compétente, peut présenter des coûts relativement importants pour les *start-up*, ces coûts restent largement inférieurs à ceux encourus dans le cadre de l'introduction sur un marché réglementé ou sur un SMN.

L'absence de contrainte réglementaires fortes semble cohérente avec les risques présentés par l'opération : dans l'hypothèse d'une opération d'Offre au public de titres financiers non suivie par une admission à la négociation, la probabilité du risque systémique (en raison de la taille réduite du marché des titres non cotés) peut s'avérer limitée. En effet, le risque systémique est lié, dans une grande mesure, à l'interconnexion des acteurs³⁵⁰. Or, les titres non cotés sur les systèmes multilatéraux ne circulent, par définition, pas sur les infrastructures de marchés, ce qui ne permet pas à leurs émetteurs d'atteindre un degré d'interconnexion élevé.

68.2 Les *start-up* et l'admission à la négociation. Après l'admission à la négociation sur un marché, les entreprises se trouvent soumises à des obligations s'inscrivant dans la durée. La mise en conformité avec ces dernières est susceptible de présenter des coûts importants pour une jeune entreprise innovante. En outre, les

consommateurs (CHAGNY M., « *Risques, finance et droit* », RDBF n° 6, Novembre 2010 (p. 29 à 31), étude 29, n°8) et, de manière plus globale, de la protection de la stabilité financière (CASSOU P.-H., « *Le droit financier, un droit adapté à la vie financière* », Rev. d'économie financière, 1993, p. 12 et 13 ; BONNEAU T., *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, op.cit., p. 11 et 12) à travers des règles applicables aux intermédiaires et aux infrastructures.

³⁴⁹ En France il s'agit de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

³⁵⁰ FOUQUE J.-P., LANGSAM A. J., *Handbook on Systemic Risk*, Cambridge University Press, 2013, p. 197; OECD, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2017 An OECD Scoreboard*, 2017, p. 75.

conditions d'admission à la négociation, qui résultent aujourd'hui des directives et des règlements européens s'avèrent parfois contraires aux besoins de confidentialité des *start-up*, et notamment vis-à-vis des leurs concurrents bien établis.

Les contraintes réglementaires liées à l'admission à la négociation des titres sont susceptibles de trouver leur source dans les risques élevés et potentiellement systémiques liés à la possibilité d'échanger, de manière instantanée, les titres financiers cotés sur les marchés financiers³⁵¹ et à l'interconnexion entre les différents participants aux marchés qui ont un rôle important dans le fonctionnement de l'économie³⁵².

Le bon fonctionnement du marché constitue en effet, une condition de la stabilité financière³⁵³. La stabilité financière peut-être définie « *comme une situation dans laquelle le système financier, qui comprend les intermédiaires financiers, les marchés et les infrastructures de marché, est capable de résister aux chocs et de corriger les déséquilibres financiers* »³⁵⁴. L'un des rôles de la réglementation financière est la préservation de cette stabilité par la protection des intermédiaires et des infrastructures ainsi que la réduction de risques. L'objectif de cette réglementation peut dès lors s'avérer contradictoire avec l'intérêt des jeunes entreprises innovantes, dont l'un des composants principaux est le risque qui est propre aux projets qu'elles portent.

69 Les développements liés au régime juridique de l'Offre au public de titres et de l'admission à la négociation. Au cours des dernières décennies le droit régissant les offres au public de titres a connu des évolutions significatives. Ces évolutions ont permis l'apparition et l'élargissement des exemptions à l'établissement d'un document prospectus, écartant ainsi une exigence considérable du point de vue des émetteurs, qui pouvait

³⁵¹ En ce sens : ANAND A., *Systemic Risk, Institutional Design and the regulation of financial Markets*, Oxford University Press, 2016, p. 65 et 66.

³⁵² KOZT H.-H., VAYSSSET G., « *Risque systémique, Introduction* », Rev. d'économie financière, 2011, n°101, p.11.

³⁵³ En ce sens : DE BRANDT O., DRUMETZ F., PFISTER C., *Stabilité financière*, De Boeck, 2013, p. 7.

³⁵⁴ Banque Centrale Européenne, « *La stabilité financière et la politique macroprudentielle* », disponible via : <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.fr.html>.

constituer un obstacle réglementaire pour des petites entreprises³⁵⁵. Au-delà des exemptions à l'établissement d'un prospectus, le législateur européen a pris des initiatives visant à faciliter l'accès des PME à l'émission de titres financiers qui ont abouti à la mise en place de mesures concrètes sur ce point au cours des années 2010³⁵⁶. Ces réformes consistaient à alléger le document d'information devant être établi par les émetteurs préalablement à l'Offre au public de titre³⁵⁷.

Il convient cependant de se demander si ces changements sont suffisants du point de vue des *start-up* et s'ils permettent aux jeunes entreprises innovantes d'avoir accès au financement par Offre au public de titres financiers.

L'introduction des PME sur les marchés financiers était une préoccupation majeure de l'Union européenne dans le cadre de son plan Union des marchés de capitaux de 2015 et également en 2020³⁵⁸. En effet, la Commission a constaté que lors des décennies passées, l'importance de offres au public des titres et des admissions à la négociations réalisées par les PME n'a pas cessé à décroître³⁵⁹. Parmi les raisons de ce déclin figurent le renforcement des règles gouvernant le cadre juridique des émissions de titres et les

³⁵⁵ Sur les exemptions applicables : BONNEAU T., PAILLER P., ROUAUD A., TEHRANI A., VABRES R., *Droit financier*, op.cit., p. 733 et 734, n°1091. ; COURET A., LE NABASQUE H., COQUELET M., GRANIER T., PORACCHIA D., REYNAUARD A., REYGROBELLET A., ROBINE D., *Droit financier*, op.cit., p. 192 et 193, n°299.

³⁵⁶ Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM/2015/0468, final, n°4.2. Nous aborderons ces réformes dans la présente section et dans la Section II du présent Chapitre.

³⁵⁷ Nous aborderons ces réformes dans la présente section et dans la Section II du présent Chapitre.

³⁵⁸ En 2015 : Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Action Plan on Building a Capital Markets Union, section II. En 2020 : Communication from the commission to the European parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, A Capital Markets Union for People and Businesses-New Action Plan, 34, septembre 2020. Section II, 1.

³⁵⁹ European Parliamentary Research Service, ZACHARIAD I., *Enabling SMEs' access to capital markets*, Members' Research Service, PE 630.311, April 2019, p. 2 ; *Capital markets union –reboot: a policy discussion on the future of the capital markets union*, EU Securities and Financial Markets Regulation, Informal ECOFIN 13-14 September, 9 September 2019, p. 3.

admissions à la négociation³⁶⁰. Le cadre juridique européen régissant la négociation des titres financiers a connu un durcissement quant aux obligations liées à la cotation sur un marché notamment par la multiplication des règles du droit européen relatives à la transparence des émetteurs de titres financiers. La réglementation croissante de ces moyens de financement a eu un impact fort sur l'accès au financement des PME, qui sont très sensibles à l'augmentation du coût et aux conditions requises pour accéder aux marchés³⁶¹.

Cependant, l'absence d'accès au financement des *start-up* n'est pas seulement liée au renforcement général du cadre réglementaire applicable à l'admission à la négociation, mais également à l'absence de visibilité des PME sur les marchés³⁶². Or, les jeunes entreprises innovantes sont fortement dépendantes de la bonne information des potentiels investisseurs et particulièrement sensibles aux mesures impactant leur visibilité sur les marchés financiers³⁶³.

A ce titre il convient de s'interroger sur la nature et la source des obstacles juridiques face aux jeunes entreprises innovantes qui souhaiteraient procéder à une introduction sur un système multilatéral.

Dans un premier temps, nous analyserons l'évolution du financement de l'Offre au public de titres afin d'apprécier l'incidence des changements législatifs et

³⁶⁰ European Commission, *Public consultation – Feedback statement - building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, période de consultation : 18 décembre 2017 - 26 février 2018, p. 4, question 2.

³⁶¹ Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM/2015/0468 final, 30.09.2015, p. 12, n°1.2.

³⁶² European Commission, *Public consultation –Feedback statement - building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, op.cit., p. 4 et 5, question 3.

³⁶³ Commission staff working document, Economic Analysis, Accompanying the document, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Capital markets union – Action plan, Mid-term review, SWD(2017) 224 final, 08. 06. 2017, p. 46 et 47; European Commission, *A new vision for European Capital markets, final report of the High Level Forum of Capital Markets Union, Final report of the High level Forum on the Capital Markets Union*, June 2020, p. 71.

réglementaires sur le financement des jeunes entreprises innovantes (Section I). Dans un second temps, nous étudierons le développement du cadre juridique relatif à l'admission à la négociation et d'examiner dans quelle mesure le droit français et européen semble favorable au regard du financement des jeunes entreprises innovantes (Section II).

Section I : L'inadéquation relative de l'Offre au public au financement des start-

up

70 L'Offre au public de titres : une notion protéiforme. L'Offre au public de titres financiers est une opération protéiforme, tant au regard des produits que du mode de distribution des produits employés. En effet, les émissions réalisées par les jeunes entreprises innovantes peuvent porter sur les instruments de dette ou sur des instruments de capital. Il convient de préciser que la présente analyse ne portera que sur les titres financiers³⁶⁴ et sur les parts sociales³⁶⁵ dans la mesure où la définition de l'Offre au public ne vise que ces deux catégories d'instruments. Nous excluons du périmètre de notre analyse toutes autres catégories d'instruments.

³⁶⁴ Les titres financiers font partie de la catégorie d'instruments financiers au même titre que les contrats financiers (cette dernière catégorie regroupe dans la pratique les contrats dérivés) en vertu de l'article L.211-1 du Code monétaire et financier. La notion de instruments financiers est apparue en droit français par la loi du 2 juillet 1996 en droit français transposant la directive sur les services d'investissement 93/22/CEE du Conseil, du 10 mai 1993, concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, 10 mai 1993 (directive dit « DSI »). Sur ce point. ; BONNEAU T., PAILLER P., ROUAUD A., TEHRANI A., VABRES R., *Droit financier*, op.cit., p. 495 et 496, n°776 et s. En 1996 la définition de l'instrument financier, transposé au sein de l'article 211-1 du Code monétaire et financier, ne faisait que lister les différents instruments financiers. C'est seulement l'ordonnance du 8 janvier 2009 qui a établi la distinction entre titres financiers (comprenant les titres de capital, des titres de créance, les parts des organismes de placement collectifs) et les contrats financiers. (Ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers, JORF n°0007 du 9 janvier 2009 p. 570, Article 1). Nous notons également comme évolution importante la dématérialisation des comptes titres qui est intervenue par la loi de finance de 30 décembre 1981 (Loi n° 81-1160 du 30 décembre 1981 de finances pour 1982). Ces évolutions législatives ont fait l'objet de critique en raison de la frontière incertaine entre les valeurs mobilières au sens de l'article L.228-1 du Code de commerce avec celle des titres financiers (sur ce point : DE WATRIGANT C., « *Instrument financier et valeur mobilière* », LPA - n°84 - p. 6, 28 avril 2010, spéc. n°10 et s.). Les titres financiers se caractérisent par l'inscription en compte de compte (L.211-3 Code monétaire et financier), par la transmission en compte à compte (article L.211-15 du Code monétaire et financier) et par la négociabilité (L.211-4 du Code monétaire et financier). La condition de négociabilité comprend toutefois des exceptions, et n'inclut notamment pas les parts des SCPI.

³⁶⁵ Il s'agit des titres représentant une fraction de capital sociale dans des sociétés mixtes ou des sociétés de personnes. Pour les différentes définitions de la part sociale : RODRIGUEZ K., « *Parts sociales* », *Études Joly Sociétés*, 16 juillet 2021, n°2 à 8.

Par ailleurs, l'Offre au public de titres couvre une série d'opérations différentes. Au-delà de l'Offre au public soumise à la publication d'un prospectus, les offres exemptées de la publication d'un prospectus peuvent également être définies comme l'Offre au public³⁶⁶. Il s'agit notamment des opérations de Placement privé.

71 Les différentes formes sociales pouvant procéder à une Offre au public de titres.

L'Offre au public de titres est une opération fortement encadrée par le cadre juridique français et européen.

En principe, en droit français, seules certaines formes sociales sont autorisées à procéder à une Offre au public de titres. Il s'agit des SA et des SCA³⁶⁷ et une série d'autres d'entités (comme des associations³⁶⁸ ou des sociétés civiles de placement immobilier³⁶⁹). La liste des entités autorisées ne comprend pas, en principe, la SAS³⁷⁰ et la SARL. Cette contrainte relative aux formes sociales constitue un fardeau important pour les *start-up* souhaitant procéder à une Offre au public dans la mesure où ces deux formes sociales semblent intéressantes pour les *start-up* comme évoqué dans l'introduction de la présente thèse³⁷¹.

Par voie d'exception, et seulement dans le cadre de certaines opérations, d'autres formes sociales peuvent également procéder à une Offre au public de titres. Ainsi les

³⁶⁶ Nous aborderons ce sujet *infra* n°98 et s..

³⁶⁷ L'alinéa 1^{er} de l'article L.411-1 du Code monétaire et financier limite les personnes ou entités pouvant procéder à une offre au public de titres financiers ou parts sociales à celles autorisés par la loi. CARDON C., DURAND Q., L. FAUGREOLAS L., « *Offre au public et admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé* », Études Joly Bourse, 28 octobre 2022, n°42.

³⁶⁸ Article L.213-8 et D. 213-17 du Code de commerce. Sur ce point : CARDON C., DURAND Q., L. FAUGREOLAS L., « *Offre au public et admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé* », op.cit., n°42.

³⁶⁹ Article L.214-86 du Code de commerce et article 422-189 du Règlement général de l'AMF. Sur ce point : CARDON C., DURAND Q., FAUGREOLAS L., « *Offre au public et admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé* », op.cit., n°42.

³⁷⁰ Article L.227-2, al. 1 du Code de commerce interdit à la SAS de procéder à l'offre au public de titres ou à l'admission à la négociation. CARDON C., DURAND Q., FAUGREOLAS L., « *Offre au public et admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé* », op.cit., n°120.

³⁷¹ Évoqué *supra* n°11.

sociétés par actions, et notamment la SAS, peuvent procéder à des offres destinées à des cercles restreint d'investisseurs³⁷². Une autre forme sociale intéressante pour les *start-up*, la SARL, peut également procéder à ce type d'offre si l'opération prend la forme d'une émission obligataire³⁷³.

72 Les différentes catégories de titres financiers pouvant faire l'objet d'une Offre au public par les jeunes entreprises innovantes. De notre point de vue, les *start-up* sont susceptibles d'émettre deux grandes catégories de titres financiers par voie d'Offre au public. Il s'agit des titres de capital et des titres de créance.

Les titres de capital comprennent une large palette de produits comme les actions de préférence ou d'autres titres donnant accès au capital de la société³⁷⁴. Ces derniers peuvent prendre la forme d'obligations convertibles en actions ou de bons de souscriptions d'actions qui permettent de différer les impacts de la prise de participation des investisseurs dans le capital de la société, ou conditionner à certains évènements. Ces titres financiers représentent des outils fréquemment utilisés lors des opérations de capital-investissement pour inciter les *start-up* à atteindre une performance plus élevée³⁷⁵.

³⁷² Article L.227-2 du Code de commerce autorise la SAS de procéder aux offres au public de titres mentionnés paragraphe 4 de l'article 1^{er} du règlement (UE) 2017/1129 du 14 juin 2017 du Parlement européen et du conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE et au L.411-2 du Code monétaire et financier et aux 1^o et 3^o de l'article L.411-2-1 du Code monétaire et financier. CARDON C., DURAND Q., FAUGREOLAS L., « *Offre au public et admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé* », op.cit., n°120.

³⁷³ Article L.223-11 du Code de commerce autorise les SARL de procéder à une offre mentionnée au 1^o de l'article L.411-2 du Code de commerce.

³⁷⁴ Code monétaire et financier Livre II, Titre I, Chapitre I ; Actions de préférence : Article L228-12-1 du Code de commerce et s. ; Valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance : Article L.228-91 du Code de commerce.

³⁷⁵ KLONOWSKI D., *The Venture Capital Deformation: Value Destruction throughout the Investment, Value Destruction throughout the Investment Process*, Palgrave Macmillan, 2018, p. 204 ; JUNG SNESSFENDLER C., *Equity Financing and Covenants in Venture Capital: An Augmented Contracting Approach to Optimal German Contract Design*, Deutcher Universitäts Verlag, 2005, p. 36.

Les titres de créance, que nous pouvons opposer aux titres de capital, peuvent être les titres de créances négociables, les obligations, les titres émis par l'État ou encore des titres participatifs³⁷⁶. Parmi ces instruments il convient dans le cadre de la présente étude d'examiner les conditions tenant à leur émission par une société.

Sans procéder à une analyse des avantages et inconvénients des droits accordés par ces différents instruments, nous constatons que les titres de capital (ou donnant accès aux capitaux) cachent des avantages indéniables par rapport aux titres de créance. La valeur de ces premiers permet, en effet, de tenir compte de la croissance de la *start-up* alors que la valeur des titres de créance dépend essentiellement de la probabilité de défaillance de la société concernée³⁷⁷.

Nous aborderons dans ce chapitre, essentiellement, deux représentations des titres de capital et des titres de créances : les actions³⁷⁸ et les obligations³⁷⁹.

73 Les conditions de l'émission des actions. L'émission d'actions est soumise à des conditions différentes en fonction des caractéristiques des actions à émettre³⁸⁰. Il convient de distinguer des actions en numéraire³⁸¹ et des actions en nature (actions d'apports)³⁸², ainsi que des actions simples et des actions de préférence.

³⁷⁶ Articles L.213-32 au L.213-25 du Code monétaire et financier.

³⁷⁷ Les avantages accordés par les titres de capital sera abordé plus en détail *infra* n°149.

³⁷⁸ Articles L.228-7 à L.228-29-7-4 du Code de commerce.

³⁷⁹ Les obligations sont définies comme « *des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale.* » (Article L 228-38 à L.228-90 du Code de commerce et L213-5 L.213-21-1-A du Code monétaire et financier).

³⁸⁰ CHAIEHLOUDJ W. et al., et al., « *Actions d'apport* », 472, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023.

³⁸¹ Les actions de numéraire sont définies en droit français par l'article L.228-7, al. 1 du Code de commerce (le contenu de l'article est repris par l'article L.212-1 du Code monétaire et financier). Ce sont les titres financiers « *dont le montant est libéré en espèces ou par compensation, celles qui sont émises par suite d'une incorporation au capital de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, et celles dont le montant résulte pour partie d'une incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission et pour partie d'une libération en espèce* ».

³⁸² Les actions d'apports (article L.228-7, al. 2), sont, quant à elles, définies par opposition aux actions en numéraire : elles sont attribuées aux apporteurs de biens en nature qui peuvent revêtir des caractéristiques variées (biens matériels ou immatériels). Sur les actions de nature et d'actions

Pour réaliser une Offre au public de titre la société en question doit procéder à une émission d'actions nouvelles en numéraire³⁸³ et donc à une augmentation de capital³⁸⁴. L'augmentation de capital en numéraire relève, en principe, de la décision l'assemblée générale extraordinaire³⁸⁵ et est soumise à des conditions de publicité préalable³⁸⁶. Ces conditions ne représentent pas, à elles seules, des obstacles pour les jeunes entreprises. La première contrainte à l'égard des *start-up* tient à l'obligation de libération du capital avant d'émission d'actions nouvelles. En vertu du Code de commerce « *Le capital doit être intégralement libéré avant toute émission d'actions nouvelles à libérer en numéraire* »³⁸⁷. En effet, la libération du capital nécessite que fonds afférents à la constitution du capital aient été effectivement versés par les souscripteurs à la société. Il ne suffit par ailleurs pas que le capital soit simplement appelé³⁸⁸.

De plus, le Code de commerce impose une obligation de vérification de son actif et son passif et des avantages particuliers consentis, aux SA qui procèdent à une augmentation de capital avec Offre au public moins de deux ans après leur constitution³⁸⁹. Cette

d'apports : GRANIER T., « *Synthèse-Actions* », op.cit., n°6. En vertu de l'article L.225-147, al. 5 du Code de commerce les titres de capital émis en rémunération d'un apport en nature doivent être intégralement libérés dès leur émission. En outre l'émission des actions d'apport entraîne notamment la mise en place d'un rapport de commissaire aux apports (article L.225-147 al. 1 et article L.225-8, al. 1). Des dérogations peuvent être prévus à ce principe. Sur ce sujet : SAINTOURENS B., EMY P., « *Nouvelle étape de « simplification » du droit des sociétés par la loi n° 2012 du 22 mars 2012* », Rev. soc., n° 6, 2012, Étude, (p. 335 à 362), n°8 et n°9.

³⁸³ Article L.228-7 du Code de commerce.

³⁸⁴ Article L.225-127 et s. du Code de commerce ; article R.225-113 du Code de commerce.

³⁸⁵ Au sein d'un SA : article L.225-129 du Code de commerce.

³⁸⁶ Ces obligations sont prévues pour les SA à l'article R.225-120 du Code de commerce et s.

³⁸⁷ Article L.225-131, alinéa 1 du Code de commerce pour la SA, SAS et SCA et L.223-7 alinéa 1 du Code de commerce pour la SARL. Sur cette obligation : MICHINEAU M., « *Augmentation de capital* », Études Joly Société, date d'actualisation : 2 mai 2022, n°66.

³⁸⁸ T. com. Montpellier, 7 déc. 1988 : LPA 15 mars 1989, p. 20. Sur ce point : BOUGNOUX A., « *Assemblées d'actionnaires, Assemblées générales extraordinaires, Pouvoirs. Applications du principe d'omnipotence* », JCl. Société Traité, Fasc. 140-20, date d'actualisation : 21 mai 2019, n°39.

³⁸⁹ Article L.225-131, alinéa 2 du Code de commerce.

BOUGNOUX A., « *Assemblées d'actionnaires, Assemblées générales extraordinaires, Pouvoirs. Applications du principe d'omnipotence* », op.cit. n°42 et MICHINEAU M., « *Augmentation de capital* », op.cit., n°68.

obligation, qui est susceptible d'engendrer des coûts importants au regard des PME, semble trouver son origine dans l'ancien statut de la société faisant appel public à l'épargne (ci-après « APE »). Elle visait initialement à empêcher le contournement des conditions relatives à ce statut particulier, qui fera l'objet de développements dans la présente section³⁹⁰.

74 Conditions d'émission d'obligations. L'émission obligataire est une voie de financement ouverte non seulement aux sociétés par actions³⁹¹ mais également à des groupements d'intérêts économiques³⁹² composés uniquement de sociétés, d'associations qui exercent une activité économique et même pour les SARL³⁹³.

Les conditions d'émission des obligations s'avèrent exigeantes³⁹⁴ : les sociétés par actions doivent disposer de deux bilans régulièrement approuvés³⁹⁵ Si elles ont moins de deux années d'existence, l'émission doit être précédée d'une vérification de l'actif et du passif de l'entreprise en question³⁹⁶. La vérification doit être effectuée par un ou plusieurs commissaires aux comptes. En outre, le capital des sociétés par actions doit être intégralement libéré³⁹⁷ avant l'émission.

³⁹⁰ Sénat, Table des débats, 1966, p. 170, Amendement d'Etienne Dailly.

³⁹¹ DONDERO B., *Droit des sociétés*, op.cit. p. 548.

³⁹² Article L.251-7 du Code de commerce.

³⁹³ GRANIER T., Synthèse, « *Titres de créance, titres composés, contrats financiers* », JCl. Société Traitée, Date d'actualisation 21 juin 2022, n°4 ; DONDERO B., *Droit des sociétés*, op.cit., p. 423, n°729 Article L.223-11 du Code de commerce modifié par l'Ordonnance n° 2004-274 du 25 mars 2004 portant simplification du droit et des formalités pour les entreprises, JORF n°74 du 27 mars 2004 p. 5871, texte n° 15.

³⁹⁴ Pour les principaux intervenants dans les opérations de placement obligataire : SÉBIRE Marc-Etienne, « *Instrument financier, Le placement de l'emprunt obligataire* », RDBF, 1er Janvier 2014, dossier 3, (p. 80 à 86), n°2 et s. ; DONDERO B., *Droit des sociétés*, op.cit., p. 423 et s., n°730 et s.

³⁹⁵ Article L.228-39, alinéa 1er du Code de commerce.

³⁹⁶ Article L. 228-39, alinéa 2 du Code de commerce.

Cette possibilité a été créé par l'Ordonnance n° 2017-970 du 10 mai 2017 tendant à favoriser le développement des émissions obligataires (Article 2), JORF n°0110 du 11 mai 2017, texte n° 73.

Sur ce sujet : GLOTIN M.-C., « *Sociétés anonymes, Émission d'obligations "ordinaires"*, *Commentaires* », date d'actualisation : 24 janvier 2022, n°7 ; DONDERO B., *Droit des sociétés*, op.cit, p. 548 et 549.

³⁹⁷ L. 228-39, alinéa 4 du Code de commerce ; GRANIER T., « *Titres de créance, titres composés, contrats financiers* », op.cit., n°6.

Les conditions relatives à des SARL sont encore plus contraignantes : ces sociétés sont tenues de désigner un commissaire aux comptes. Ainsi, seules les sociétés dont les derniers exercices sont régulièrement approuvés peuvent procéder à une telle opération³⁹⁸.

Bien que les conditions d'émission de certains titres financiers soient déjà contraignantes, elles ne constituent pas un obstacle à l'égard de l'ensemble des *start-up* et ne donnent pas d'explication aux difficultés d'accès des jeunes entreprises au financement par l'Offre au public de titres.

Nous nous intéresserons donc, lors des prochains développements, aux raisons d'inaccessibilité de l'Offre au public de titres et de l'admission à la négociation au regard des jeunes entreprises innovantes. Il convient à ce titre examiner les contraintes juridiques pesant sur les *start-up* qui souhaitent procéder à l'Offre au public soumise à la publication d'un prospectus (1§), pour ensuite procéder à une analyse de l'évolution et des contraintes pratiques matière de placement privé et d'offre de faible montant (2§).

1§) L'Offre au public de titres : un moyen de financement inadapté aux start-up sur le plan juridique et sur le plan pratique

75 Le périmètre de l'analyse. L'Offre au public de titres financiers, telle que définie à l'article 2 du règlement 2017/ 1129³⁹⁹, englobe aujourd'hui un nombre important d'opérations (notamment des offres destinées à un cercle restreint d'investisseurs⁴⁰⁰ ou de faible montant⁴⁰¹). Toutefois, dans le cadre de notre étude, nous nous concentrerons sur les contraintes liées aux offres au public de titres financiers donnant lieu à un prospectus⁴⁰², qui

GRANIER T., « *Titres de créance, titres composés, contrats financiers* », op.cit., n°6.

³⁹⁸ Article L. 223-11, Code de commerce.

³⁹⁹ Règlement (UE) 2017/1129, article 2, b.

⁴⁰⁰ Article L.411-1, al 1. du Code monétaire et financier.

⁴⁰¹ Article L.411-2, 1° du Code monétaire et financier.

⁴⁰² Article L.411-2-1, 1° du Code monétaire et financier.

sont habituellement suivies par une admission à la négociation. Nous traiterons les particularités des autres opérations de placements privé et de placement de faible montant dans le second paragraphe de la présente section.

76 Les sources de l'inadéquation de l'IPO aux *start-up*. La levée de fonds par Offre au public de titres financiers, et notamment l'IPO, est une procédure lourde, qui doit être réalisée de concert avec plusieurs intermédiaires et avec un objectif bien déterminé, qui est très souvent la cotation du titre émis sur un marché. Le financement par émission de titres au public intervient généralement après de nombreuses phases de levée de fonds auprès des investisseurs privés et en fonction de la politique de sortie visée par l'entreprise en question. L'Offre au public de titres financiers peut donc s'avérer inadaptée aux *start-up* n'ayant que quelques années d'existence.

Les sources de cette inadéquation semblent à la fois juridiques et pratiques. D'abord, le document prospectus ne semble pas conçu pour les jeunes pousses, qui sont susceptibles de ne pas pouvoir répondre à l'ensemble des éléments décrits dans le document. En outre, le coût des opérations et l'absence d'adéquation du rôle des intermédiaires peuvent également présenter un obstacle pour une jeune entreprises souhaitant procéder à une Offre au public de titres.

Il convient dans un premier temps d'analyser les sources juridiques de l'inadéquation de l'Offre au public de titres aux *start-up* (A) pour ensuite poursuivre notre analyse avec les raisons pratiques (B).

A) Les sources juridiques de l'inadéquation

77 La disparition de certaines contraintes. La consécration législative de l'Offre au public est issue d'une longue évolution qui a pris son essor au XVIIème siècle. En effet, dès cette époque, il était loisible au public de contribuer au financement d'une société. Étant donné l'absence de protection des actionnaires, cette possibilité de « *contribution publique* » a été supprimée par le législateur révolutionnaire pour être à nouveau réintroduite lors du

XIX^{ème} siècle. La loi du 24 juillet 1867⁴⁰³ a par la suite supprimé l'obligation pesant sur les sociétés anonymes de se soumettre à une procédure d'autorisation préalable et a donné un nouvel élan au développement de cette technique de financement⁴⁰⁴. Afin de réglementer l'offre au public de titres, appelé dès cette époque appel public à l'épargne la loi de finance de 30 janvier 1907 a soumis l'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction des titres de toutes natures à une publication au sein du BALO⁴⁰⁵. Soucieux de la protection des épargnants, qui ont fait l'objet de nombreuses fraudes à cette époque, le décret-loi du 8 août 1935⁴⁰⁶ a exigé la désignation d'un commissaire aux comptes en cas d'APE d'une société par actions et précisait les mentions qui devaient obligatoirement figurer dans le prospectus dressé à cette occasion⁴⁰⁷.

La loi de 1966 a apporté un changement important à cet égard par l'adoption d'une définition de l'APE⁴⁰⁸. La définition retenue était cependant encore très différente de l'Offre au public de titres actuellement utilisée car elle liait l'appel public à l'admission à la négociation.

La loi sur les sociétés commerciales a imposé des conditions très exigeantes en termes de capital social minimal de la société faisant appel public à l'épargne⁴⁰⁹, ce qui était

⁴⁰³ Loi du 24 juillet 1867 sur les sociétés commerciales.

⁴⁰⁴ PIETRANCOSTA A., « *Offre au public de titres financiers et admission aux négociations sur un marché* », Études Joly Bourse, date d'actualisation : 17 juin 2020, n°2 ; GRANIER T., « *Offre de titres au public et admission de titres aux négociations sur un marché réglementé* », JCl. Banque, Crédit, Bourse, Fasc. 1610, date d'actualisation 31 octobre 2013, n°2 et 3.

⁴⁰⁵ Loi du 30 janvier 1907 portant fixation du budget général des dépenses et des recettes de l'exercice 1907, JORF du 31 janvier 1907, article 3. (PIETRANCOSTA A., « *Offre au public de titres financiers et admission aux négociations sur un marché* », op.cit., n°2).

⁴⁰⁶ Décret-loi du 8 août 1935 portant application aux gérants et administrateurs de sociétés de la législation de la faillite et de la banqueroute et instituant l'interdiction et la déchéance du droit de gérer et d'administrer une société. ((PIETRANCOSTA A., « *Offre au public de titres financiers et admission aux négociations sur un marché* », op.cit., n°2).

⁴⁰⁷ Ibidem.

⁴⁰⁸ Loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, article 72.

⁴⁰⁹ Loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales a exigé un capital social minimum était de 500 000 francs (article 71). Voir sur ce sujet : MARINI P., *La modernisation du droit des sociétés, rapport remis au Premier ministre*, La Documentation française, juillet 1996. Sur le rapport : DE NAYER C.-M., « *Le rapport Marini* », Bull. Joly Bourse, n°06 p. 591, 1er novembre 1996.

susceptible d'empêcher des PME de faire appel à ce moyen de financement. La suppression de la notion de l'APE avait pour conséquence de faire disparaître cette forme sociale particulière et ainsi l'obligation incombant à cette catégorie de société en matière de capital social minimal, qui était 225 000 euros au moment de de la réforme opérée par l'ordonnance du 22 janvier 2009 qui a supprimé cette contrainte⁴¹⁰. La réforme a permis l'abaissement du capital social, désormais harmonisé au regard des sociétés non cotées⁴¹¹. Après la modification législative c'était à l'opérateur de marché de fixer les éventuelles conditions liées au capital social minimal en cas de demande de cotation.

Les changements apportés par la réforme de 2009 ont également contribué à la compétitivité de la réglementation financière française. Celle-ci semblait, en effet, plus exigeante que le droit européen et particulièrement contraignante pour les *start-up*. En l'état du droit antérieur à l'ordonnance du 22 janvier 2009, les sociétés faisant appel public à l'épargne devaient se conformer, outre les règles relatives aux abus de marché, à un grand nombre d'exigence organisationnelles⁴¹². Il s'agissait notamment des règles en matière de contrôle interne des sociétés, les publications des informations contenues dans les rapports, les déclarations des opérations sur titres⁴¹³. L'application de ces dernières n'est aujourd'hui pas obligatoire, qu'en cas d'admission à la négociation⁴¹⁴. Ces allègements qui concerneraient à la fois des obligations résultant du droit des

⁴¹⁰ Ancien article L.224-2 du Code de commerce (l'ordonnant modifiant l'article : Ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière, article 7).

⁴¹¹ En 2009 le capital social pour les sociétés anonymes était de 37 000 euros
BONNEAU T., « *Marchés financiers, Commentaire de l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière* », La JCP, n°20, 13 Mai 2009, doct. 143, p. 15, n°8.

⁴¹² BEHIER B., BOUCHETA H., « *La réforme de l'appel public à l'épargne* », JCP E, 1191, n° 8-9, 19 Février 2009, p. 10 à 12.

⁴¹³ LE BIARD B., « *Réforme de l'appel public à l'épargne : entrée pragmatique du droit français dans l'ère de l'offre au public de titres financiers* », D., 11 juin 2009, p. 1500 à 1503, spéc. n°10 et n°11.

⁴¹⁴ Sur ce sujet : FRANCOIS B., « *Fin de l'appel public à l'épargne ?* », op.cit.

sociétés et du droit financier avaient des conséquences importantes sur l'accès des jeunes entreprises innovantes au financement par Offre au public de titres financiers⁴¹⁵.

La loi du 4 août 2008⁴¹⁶ (loi « LME ») et l'ordonnance du 22 janvier 2009 prise sur le fondement de ladite loi⁴¹⁷ sont à l'origine du cadre juridique actuel de l'Offre au public de titres. Par la suite, la réglementation européenne a été modifiée à de nombreuses et, plus récemment, par le règlement (UE) 2017/1129⁴¹⁸ (ci-après « *Règlement prospectus* ») qui a une incidence majeure sur le cadre juridique français. Nous examinerons par la suite la contrainte principale qui résulte du cadre juridique actuel en ce qui concerne, l'obligation de publier un document d'information.

78 La contrainte principale en cas d'Offre au public de titres financiers : la publication d'un document d'information approuvé par l'Autorité des marchés financiers (ci-après « AMF »). L'opération de l'Offre au public, réalisée dans le cadre d'un IPO, est une opération contraignante du point de vue des *start-up* dans la mesure où elle nécessite la préparation d'un document d'information qui doit lui-même contenir de nombreuses informations sur l'émetteur. Ce document doit être approuvé par l'AMF. Dans

⁴¹⁵ DE VAUPLANE H., « *L'amélioration de la compétitivité de la Place de Paris à l'heure du passage à l'euro : commentaires de la Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998/II,* » Bull. Joly Bourse, n°04, 1^{er} juillet 1998, p. 412 à 447,

⁴¹⁶ Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie.

⁴¹⁷ Ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière.

⁴¹⁸ Règlement (UE) 2017/1129, du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE. Complétés par deux règlements d'exécutions adoptés en 2019 : Règlement délégué (UE) 2019/979 de la Commission du 14 mars 2019 complétant le règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les informations financières clés dans le résumé d'un prospectus, la publication et le classement des prospectus, les communications à caractère promotionnel sur les valeurs mobilières, les suppléments au prospectus et le portail de notification, et abrogeant le règlement délégué (UE) no 382/2014 de la Commission et le règlement délégué (UE) 2016/301 de la Commission ; Règlement délégué (UE) 2019/980 de la Commission du 14 mars 2019 complétant le règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la forme, le contenu, l'examen et l'approbation du prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant le règlement (CE) no809/2004 de la Commission.

son appréciation l'autorité ne prend toutefois pas en compte l'opportunité de l'opération, ce qui lève un obstacle majeur, du moins sur le plan théorique, pour les *start-up* souhaitant réaliser une Offre au public⁴¹⁹. En effet, l'AMF ne vérifie que la complétude, le caractère cohérent et compréhensible de l'information communiquée par l'émetteur et non pas la qualité du projet sous-jacent⁴²⁰.

Cependant la préparation d'un document prospectus ne semble pas simple pour une *start-up* en raison de la quantité et de la qualité des informations requises par le cadre réglementaire. Ce dernier s'avère largement inadapté aux jeunes pousses. Nous examinerons dans un premier temps les raisons sous-jacentes à cette inadéquation (1). Afin de favoriser le financement des *start-up* par Offre au public le législateur européen a mis en place un dispositif spécifique aux PME : le prospectus de croissance. Nous examinerons dans un second temps l'efficacité du dispositif existant en droit européen (2).

1) *Un document d'information inadapté aux jeunes pousses*

79 Le renforcement des obligations d'information pesant sur les émetteurs. Au fil des années, la composition du document n'a pas subi de changement important⁴²¹. La nature et la qualité des informations demandées a connu des changements significatifs. Par ailleurs, la quantité des informations exigées par l'autorité reste également très importante au regard

⁴¹⁹ DE VAUPLANE H., « *Portée et nature juridique du visa de la COB et de la décision de recevabilité du CBV. Application de la méthode multicritères aux opérations portant sur des actifs essentiels (Commentaire des arrêts de Paris, 7 juillet 1995)* », Bull. Joly Bourse, n°06, 1er novembre 1995, p. 517 à 523.

⁴²⁰ Article 212-38-8 du Règlement général de l'AMF.

⁴²¹ Le prospectus relatif à l'émission de titres de capital comprend un document d'enregistrement, une note relative aux instruments financiers qui font l'objet de l'opération ainsi que d'un résumé qui est également obligatoire. Les instructions prises sur le fondement des règlements COB 92-01 et 98-01 ont exigé des informations concernant la nature juridique de l'émetteur et aux produits, des renseignements relatifs à l'état financiers de la société ainsi que des informations comptables. Les instructions ont déjà fait mention de la possibilité de l'établissement d'un document de référence, sans que ce document soit obligatoire dans l'établissement du Prospectus.

des jeunes entreprises innovantes qui ne disposent pas nécessairement de tous éléments requis par la réglementation.

Le contenu du prospectus à établir par les émetteurs français a été déterminé par les instructions d'AMF (ci-après la « COB ») adoptées dès les années 1970 (notamment par les instructions de 1972⁴²², 1973⁴²³ et 1982⁴²⁴ puis les règlements 90-02⁴²⁵ et 92-02⁴²⁶ remplacés par le règlement 98-01 de la COB⁴²⁷). Le prospectus devait contenir, déjà cette époque, une grande quantité d'information essentiellement financière relatives aux sociétés.

Les informations financières relatives à la société concernée et aux instruments financiers faisant l'objet d'une offre au public ont considérablement augmenté au fil des évolutions réglementaires. L'instruction 98-01 a imposé des exigences supplémentaires par rapport à celle adoptée par le règlement 92-02 concernant les renseignements généraux sur l'émetteur, les opérations intervenues dans le capital social de ce dernier⁴²⁸ sans pour autant apporter de changement fondamental au regard de la nature éléments à fournir. Le règlement CE n°809/2004 et la directive 2003/71/CE (ci-après « *Première directive prospectus* ») ont établi un régime

⁴²² COB, *Instruction relative aux notes d'information diffusées par les sociétés faisant appel publiquement à l'épargne*, 11 janvier 1972. DEVÈZE J. et al., « *Exigence du prospectus* » 799, *Lamy droit du financement*, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

⁴²³ COB, *Instruction relative aux notes d'information*, octobre 1973.

⁴²⁴ COB, *Instruction relative aux notes d'information diffusées par les sociétés faisant appel publiquement à l'épargne*, février 1982 ; COB, *Nouvelle Instruction relative aux notes d'information*, avril 1982.

⁴²⁵ COB, *Règlement 90-02 relatif à l'obligation d'information du public*, Bulletin COB, n°237 juin 1990.

⁴²⁶ COB, *Règlement 92-02 et Instruction d'application offre au public de valeurs mobilières*, Supplémentaires au Bulletin n°256, 1992.

⁴²⁷ COB, *Instruction d'application du règlement n°98-01*, Bulletin mensuel COB-janvier 2002, n°364. COB, *Publication du règlement de la COB n°98-01*, Bulletin COB, n°333, Mars 1999.

⁴²⁸ COB, *Instruction d'application du règlement n°98-01*, op.cit., Chapitre 3.

européen, qui exigeait davantage de détails en matière d'informations financières historiques⁴²⁹ et l'établissement des documents standardisés⁴³⁰.

Il est également possible de constater un changement significatif entre le règlement CE n°809/2004 et le Règlement prospectus (règlement (UE) 2017/1129) quant aux informations à communiquer dans le document prospectus. Il s'agissait d'un renforcement des exigences quant à la qualité des informations à communiquer et non seulement d'une augmentation de la quantité des informations requises au sein du prospectus.

En effet, depuis le début des années 2000 la communication comptable, par la mise en place des normes IFRS⁴³¹, et le format des rapports d'audit⁴³² étaient standardisés à

⁴²⁹ Règlement (CE) no 809/2004, Annexe I, n°2 (informations financières sélectionnées) ; n°9 (examen de la situation financière et du résultat) ; n°10 (trésorerie et capitaux) ; 13 (prévisions et estimations du bénéfice) ; n°20 (informations financières concernant le patrimoine, la situation financière et les résultats de l'émetteur) . Première directive prospectus : directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, Annexe I, I, C. (informations de base concernant les données financières sélectionnées ; capitaux propres et endettement) ; E. (examen du résultat et de la situation financière) H (informations financières) ; IV, A. (données financières sélectionnées) ; B. (capitaux propres et endettement) ; VI (examen du résultat et de la situation financière et perspectives).

⁴³⁰ Règlement (CE) no 809/2004: référence au pro formas (Annexe II) et exigence des rapports d'audits (Annexe I, n°20.1 et s.) ; AMF, « *Le règlement européen sur le prospectus est applicable le 1^{er} juillet 2005* », Rev. mensuelle de l'Autorité des marchés financiers, n°15 – Juin 2005 : l'AMF attire l'attention des émetteurs à la transition aux normes IFRS, p. 35 et s.

⁴³¹ S'agissant des textes européens sur ce sujet : Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales ; Directive 2013/34/UE du parlement européen et du conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises, modifiant la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil.

⁴³² Directive 2014/56/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 modifiant la directive 2006/43/CE concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés ; Règlement (UE) no 537/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relatif aux exigences spécifiques applicables au contrôle légal des comptes des entités d'intérêt public et abrogeant la décision 2005/909/CE de la Commission.

l'échelle européenne. Ce changement a été accompagné par la mise en place des références précises au format des états financiers exigées au sein du prospectus⁴³³.

De plus, la description des différents facteurs de risques est devenue plus détaillée ce qui peut être illustré par les questions et réponses de l'Autorité européenne des marchés financiers (ci-après l'« ESMA ») publiées sur les facteurs de risque dans le cadre du Règlement prospectus. Désormais les facteurs des risques spécifiques à l'émetteurs doivent être détaillés au sein du prospectus comprenant notamment la situation financière de l'émetteur et les risques liés à son secteur d'activité⁴³⁴. Si ces évolutions peuvent être favorables en présence des jeunes entreprises innovantes, compte tenu du caractère risqué du projet, même s'ils ajoutent une alourdissent davantage la rédaction du prospectus⁴³⁵.

Le règlement délégué 2019/979 a continué ce mouvement de standardisation notamment au regard du résumé de prospectus, en soulignant son importance dans l'information destinée aux investisseurs et notamment au regard des investisseurs *retail*⁴³⁶. Comme en matière de description des facteurs de risque les évolutions

⁴³³ Références aux exigences relatives aux normes comptables et au format du rapport d'audit : Règlement (CE) no 809/2004, 20.1 ; 20.4.1 ; au sein du régime mis en place par le Règlement prospectus : Règlement délégué (UE) 2019/980, Annexe I, n°18.1.3- 18.5 (prospectus ordinaire) et n° 5.1.3 et s. (prospectus de croissance).

⁴³⁴ Les facteurs de risque doivent être présentés, depuis l'entrée en vigueur du Règlement prospectus, dans un nombre limité de catégories en fonction de leur nature, et hiérarchisés en fonction de leur importance de façon décroissante (règlement (UE) 2017/1129, Article 16, ; ESMA, *Orientations sur les facteurs de risque dans le cadre du règlement « Prospectus »*, ESMA31-62-1293FR, 1er octobre 2019, p. 12, n°VI.4). Sur ce point : CARDON C., DURAND Q., ROUDEL A., « *Les lignes directrices de l'ESMA relatives aux facteurs de risque résultant du nouveau règlement Prospectus 3* », Bull. Joly Bourse, n°03, 1^{er} mai 2019, (p. 10 à 12), n°7.

⁴³⁵ Les nouvelles exigences réduisent la marge de manœuvre des émetteurs sur la description, qui devront réaliser un travail de catégorisation et d'évaluation de l'impact potentiel des risques encourus par les investisseurs CARDON C., DURAND Q., « *Nouveau règlement prospectus : vers plus de flexibilité pour les émetteurs ?* », Bull. Joly Bourse, n°6, 1^{er} novembre 2017, (p. 405 à 410), n°41.

⁴³⁶ Le Règlement de Prospectus a apporté des modifications aux obligations portant sur le résumé du prospectus dans son article 7. Le résumé doit être désormais rédigé de manière similaire aux documents d'information clé (*key investor information document* ou KIID) prévu par le règlement PRIIPS (Règlement (UE) N° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance). Il s'agit d'une mesure visant à faciliter

réglementaires s'avèrent favorables aux investisseurs et contraignantes de la perspective des jeunes pousses⁴³⁷

80 Les exigences actuelles résultant de la réglementation prospectus.

80.1 La nature des informations à fournir dans le document prospectus.

L'information contenue dans le prospectus doit porter sur les modalités de l'opération, sur la situation financière et l'évolution de l'émetteur et sur les instruments financiers employés lors de l'opération⁴³⁸. Le contenu de ces documents est déterminé par le

la compréhension du document par des investisseurs *retail* (BONNEAU T., PAILLER P., ROUAUD A., TEHRANI A., VABRES R., *Droit financier*, op.cit., p. 744). Les informations clés contiennent une brève description des risques liés à l'émetteur et aux garants éventuels et une brève description des risques liés à l'investissement dans les titres financiers concernés. Cette organisation a été mise en place afin de répondre aux critiques relatives aux résumés de Prospectus qui étaient jugés de trop longs, trop peu compréhensifs (PIETRANCOSTA A., « *Offres au public de titres financiers et admission aux négociations sur un marché* », op.cit. n°64).

⁴³⁷ Les nouvelles exigences résultant du Règlement prospectus ont apporté des contraintes considérables, qui semblent en contradiction avec l'objectif annoncé visant à alléger le contenu du prospectus (CARDON C., DURAND Q., « *Nouveau règlement prospectus : vers plus de flexibilité pour les émetteurs ?* »; op.cit., n°41). Parmi les contraintes figurent la longueur de résumé, celui-ci est « *désormais enserrée dans un cadre contraint de 7 p. de format A4 et pourra être augmentée de 3 p. supplémentaires* » (Si l'émission concerne les valeurs mobilières pour lesquelles les seuils de maturité ou le prix diffèrent 2 p. supplémentaires pourraient être ajoutés.) Il est cependant possible de s'interroger dans quelle mesure cette standardisation a amélioré la compréhension des nouvelles technologies et si cette nouvelle exigence n'est pas inadéquate au regard des entreprises innovantes, qui disposeront désormais moins de latitude dans la description de l'innovation présentant le cœur de leur projet (Sur la standardisation : règlement (UE) 2017/1129, article 7 ; Règlement délégué (UE) 2019/979). De plus, la responsabilité de l'émetteur a été également étendue avec le Règlement prospectus au contenu du résumé, en accentuant davantage l'importance de ce document, qui s'avère finalement relativement complexe à établir. La responsabilité de l'émetteur peut être engagée en cas de contenu trompeur, inexact, contradictoire avec d'autres parties du document d'information ou en cas de lacunes. Ce risque lié à la responsabilité pèse lourdement sur les petites structures qui sont financièrement souvent très fragiles lors de la phase d'amorçage (depuis la directive Prospectus de 2003/71 le résumé peut donner suite à un engagement de responsabilité de l'émetteur). Les principes liés à la responsabilité (identification claire des responsables) se situe aujourd'hui aux article L.412-1, II du Code monétaire et financier et article 11 du règlement (UE) 2017/1129. Exemples de résumé de prospectus : Predilife, Prospectus, visa n°18-545 en date du 4 décembre 2018, le résumé du document est de 8 à 25, seulement la p. 9 est consacrée à la description du produit ; Uvgermi, Prospectus, visa n°17-307 p. 11 et 12.

⁴³⁸ Article Prospectus 2017/1129, 6, 1.

règlement délégué de 2019/980 relatif la forme, le contenu et l’approbation du prospectus et par le règlement délégué 2019/979 relatif au résumé de prospectus⁴³⁹.

Dans le cadre de la procédure d’instruction, les émetteurs doivent fournir un nombre considérable de documents relatifs à l’organisation de la société⁴⁴⁰ qui, pour la plupart, ne semblent pas poser de difficulté particulière pour une *start-up* mais qui peuvent nécessiter un travail de structuration de l’organisation sociale⁴⁴¹.

Les émetteurs doivent également fournir des informations amples quant à la description du projet. Il s’agit des informations principales activités de la société⁴⁴², ses stratégies y compris non financières, qui peut porter sur des différentes propriétés intellectuelles⁴⁴³, son environnement réglementaire⁴⁴⁴ ainsi que les tendances et incertitudes au regard de son activité⁴⁴⁵. Ces informations de nature qualitative ou

⁴³⁹ Règlements délégués 2019/979 et 2019/980 remplaçant le règlement délégué 809/2004 du Parlement européen et du Conseil. L’instruction de l’AMF pris sur le fondement des règlements : AMF, Modalités de dépôt et de publication de prospectus, DOC-2019-21. Il convient de noter que le régime résultant de la directive Prospectus 2004 a imposé la forme document de référence ou de base, note d’opération et résumé.

⁴⁴⁰ Notamment des statuts un K bis, le procès-verbal de l’assemblée générale se prononçant sur l’offre des titres financiers mais également des documents concernant l’identité et l’activité de l’émetteur, sa gouvernance, y compris les pactes d’actionnaires les documents attestant l’honorabilité des dirigeants, les accords commerciaux importants. Les actes constitutifs de la société en matière de titre de capital : titres de capital (Annexes du règlement délégué 2017/980, Annexe I, n°5.1 (activités de l’émetteur) ; section 12 (information sur les organes d’administration et de direction) et n°19.2 (informations sur la société), DOC-2019-21, p. 11 à et 13). S’agissant du prospectus de croissance : règlement délégué 2017/980, Annexe 24, section 4 (gouvernance de l’entreprise) ; n° 2.1 (information sur l’émetteur) et n° 2.2 (aperçu des activités).

⁴⁴¹ La communication des documents concernant l’activité de l’émetteur, sa gouvernance, y compris les pactes d’actionnaires les documents attestant l’honorabilité des dirigeants, les accords commerciaux importants ne semblent pas soulever de problème particulier, même en présence de petites structures.

⁴⁴² Règlement délégué (UE) 2019/980, Annexe I, n°5.1.

⁴⁴³ Ibidem, Annexe I, n°5.4 (prospectus ordinaire) Annexe 24, n°2.2.1 (prospectus de croissance). Pour la distinction entre les deux types de prospectus sera explicité *infra* n°83.

⁴⁴⁴ Ibidem, Annexe I, n°9, (prospectus ordinaire) Annexe 24, n°2.2.1 (prospectus de croissance).

⁴⁴⁵ Ibidem, l’Annexe III, n°6.1 (prospectus ordinaire) Annexe 24, n°2.6 (prospectus de croissance).

*soft*⁴⁴⁶ ne représentent cependant qu'une partie faible des éléments communiqués au sein prospectus en pratique⁴⁴⁷.

Les contraintes résultant des exigences relatives au contenu du prospectus sont liées à la quantité importante d'informations quantitatives (ou *hard*⁴⁴⁸) à caractère financier que les émetteurs doivent communiquer au sein du prospectus. Ces informations exigées par la réglementation applicable et par l'instruction de l'AMF en vigueur⁴⁴⁹ sont susceptibles de présenter des difficultés pour les jeunes entreprises innovantes⁴⁵⁰. Il s'agit notamment les éléments relatifs à la description précise de l'organisation et la situation financière actuelle et prévisionnelle de l'émetteur.⁴⁵¹

⁴⁴⁶ VIVES X., *Digital disruption in financial markets*, OECD, Directorate for financial and enterprise affairs, Competition committee, daf/comp (2019), 16 May 2019, p. 11.

⁴⁴⁷ Certains prospectus contiennent des descriptions est très concises et restent dans les descriptions générales sans aborder des problématiques technologiques, même si le produit comporte des caractéristiques innovantes (Nacon, Document d'enregistrement, visa n°I. 20 – 003., 29 janvier 2020, p. 31 – 51 ; Otaxis, Document de base, visa n°I. 18-007, 26 mars 2018, p. 24-54) alors que d'autres donnent une description d'activité détaillée et technique (Predilife, Prospectus, visa n°18-545, 4 décembre 2018, p. 61 – 119 ; Horizontal Software, Document de base, visa n°I.16-076, 15 novembre 2016, p. 29 à 98).

⁴⁴⁸ LIBERTI M.-J., PETERSEN A. M., « *Information : hard and soft* », op.cit. p. 1 à 2.

⁴⁴⁹ Notamment par le règlement 2019/980 et par l'instruction AMF, DOC-2019-21, Modalités de dépôt et de publication des prospectus.

⁴⁵⁰ LIBERTI M.-J., PETERSEN A. M., « *Information : hard and soft* », op.cit., p. 21 et 28 : Il convient toutefois de noter qu'au-delà des informations financières une description complète de l'activité de la société et des produits en développement est également exigée par la réglementation (même si les informations à caractère financière restent prépondérantes dans le document d'information que l'entreprise doit diffuser au public).

⁴⁵¹ Le document d'enregistrement comprend des informations concernant les personnes responsables (règlement 2019/980, Annexe 1, Section 1) ; les contrôleurs légaux (règlement 2019/980, Annexe 1, Section 2) ; les informations financières historiques et une vue d'ensemble de la situation financière de l'émetteur (règlement 2019/980, Annexe 1, Section 7). Il comprend également les investissements réalisés et les activités de l'émetteur (règlement 2019/980, Annexe 1, n°5.7.2) ; une prévision sur les tendances (règlement 2019/980, Annexe 1, Section 10) et une estimation de bénéfices (règlement 2019/980, Annexe 1, Section 11). En ce qui concerne la note relative aux valeurs mobilières le contenu de cette dernière soit être établie en fonction des caractéristiques du titre financier concerné (actions, obligations ou parts de fonds d'investissement). Les informations à communiquer sur les valeurs mobilières sont déterminées par l'Annexe 11 règlement 2019/980 lorsqu'il s'agit d'une émission d'actions : les catégories de valeurs mobilières (règlement 2019/980, Annexe 11, n°4.1.) ; les droits financiers et de gouvernance conférées par le produit (règlement 2019/980, Annexe 11, n°4.5), les

80.2 Les exigences en matière d'informations financières. S'agissant de la situation financière de l'entreprise il convient d'abord de souligner que l'exigence des « *informations financières historiques auditées pour les trois derniers exercices* »⁴⁵², et la grande quantité d'informations financières relatives à l'émetteur (informations relatives à l'évolution de la situation financière de l'émetteur⁴⁵³, et concernant flux de trésorerie de l'émetteur⁴⁵⁴, informations financiers concernant l'actif et le passif⁴⁵⁵ comprenant les états financiers annuels⁴⁵⁶ et intermédiaires⁴⁵⁷) et aux valeurs mobilières faisant l'objet d'émission (notamment sur les capitaux propres et l'endettement⁴⁵⁸) peuvent s'avérer contraignantes pour les *start-up* notamment en raison du coût que l'entreprise est susceptible d'encourir lors de leur établissement. Il est probable que les *start-up* ne disposent pas de l'ensemble des informations ou que les informations disponibles ne semblent pas satisfaisantes.

Une partie de ces informations, à caractère objectif, exigées par la réglementation Prospectus, ne sont pas nécessairement adéquates pour une PME en phase de d'amorçage qui est susceptible de disposer d'une organisation peu structurée, évolutive, au moment de l'opération d'offre de titres au public. Il convient notamment de se demander dans quelle mesure la description des prévisions ou des estimations de bénéfices⁴⁵⁹, de la description des besoins de financement et la structure de financement⁴⁶⁰ ou encore des sources de financement attendus⁴⁶¹ d'une *start-up*

facteurs de risques (règlement 2019/980, Annexe 11, Section 2), un calendrier provisionnel des demandes de souscription et un plan de distribution de valeurs mobilière (règlement 2019/980, Annexe 11, n°5.1), les modalités de la fixation du prix et celles liées à l'intervention des éventuels intermédiaires (au titre du placement et la prise ferme) (règlement 2019/980, Annexe 11, n°5.4.2).

⁴⁵² Règlement délégué (UE) 2019/980, n°18.1.1 de l'Annexe 1.

⁴⁵³ Ibidem, Annexe 1, Section 7.

⁴⁵⁴ Ibidem, Annexe 1, Section 8.

⁴⁵⁵ Ibidem, Annexe 1, Section 18.

⁴⁵⁶ Ibidem, Annexe 1, n°18.1.6.

⁴⁵⁷ Ibidem, Annexe 1, n°18.2.

⁴⁵⁸ Ibidem, Annexe 11, n°3.2.

⁴⁵⁹ Ibidem, l'Annexe 1, n°11.1, et Annexe III, n° 7.1.

⁴⁶⁰ Ibidem, Annexe I, n°8.3.

⁴⁶¹ Ibidem, Annexe I, n°8.5.

reflèteront la réalité, ou seront seulement des éléments établis pour les besoins du document de prospectus. En pratique, la partie sur les tendances ainsi que les prévisions de bénéfices⁴⁶² sont fréquemment très peu détaillées⁴⁶³, dans les documents d'informations récents, ce qui peut être dû à la difficulté d'identification des tendances pour les entreprises faisant une Offre au public de manière générale.

81 La pertinence des éléments demandés au regard des jeunes entreprises innovantes. Pour conclure il est possible de se demander si les informations exigées dans un document prospectus sont pertinents au regard d'une jeune entreprise innovante. Si le processus de standardisation des informations, en cours depuis les années 1980, consiste à augmenter et affiner les informations nécessaires et pour faciliter la compréhension des risques liés à l'investissement, cette augmentation porte essentiellement sur les informations à caractère financière (type *hard*) qui ne sont fréquemment pas accessible pour les jeunes pousses.

Enfin, il est possible de constater que le prospectus constitue aujourd'hui un ensemble documentaire vaste qui nécessite l'intervention d'experts spécialisés dans le domaine du droit financiers (le document semble faire en moyenne 300 pages⁴⁶⁴, bien que l'AMF peut adapter son contenu de manière l'exceptionnelle). Ainsi, dans la rédaction du prospectus la participation des cabinets d'avocats s'avère indispensable et semble complexe du point de vue d'une *start-up* notamment au regard de la nature des informations exigées (nécessitant des analyses de marché, des analyses juridiques, des audits financiers).

⁴⁶² Prévisions financières absentes : Uvgermi, Prospectus, visa n°17-307, 29 juin 2017, p. 105 ; Bootsheat, Document d'enregistrement, visa n°I.19-032, 11 septembre 2019, p. 122 ; Predilife, Prospectus, Visa n°18-545, 4 décembre 2018, p. 158 ; Otaxis, Document de base, visa n°I. 18-007, 26 mars 2018, p. 74.

⁴⁶³ Tendances absentes : Intrasense Prospectus, 12-055, 3 février 2012, p. 125 ; Bootsheat, Document d'enregistrement, 11 septembre 2019, visa n°I.19-032, p., 121 ; Celinovo, Mobile Diabetes Management, Document de base, 27 février 2015, visa n°I.15-008, p. 141.

⁴⁶⁴ PIETRANCOSTA A., « Offres au public de titres financiers et admission aux négociations sur un marché », op.cit., n°62.

Compte tenu des contraintes que l'établissement d'un prospectus est susceptible de présenter pour les jeunes sociétés il est devenu indispensable de prendre en compte la taille des entreprises souhaitant procéder à une Offre au public de titres financiers.

2) *La prise en compte du statut PME dans le cadre de l'Offre au public de titres financiers*

82 Une prise en compte progressive de la taille des émetteurs. Lors de l'évaluation à mi-parcours de l'Union des marchés de capitaux la Commission européenne a indiqué que parmi ses priorités figureront les changements réglementaires visant à promouvoir la cotation des PME⁴⁶⁵. Les besoins liés à la modernisation de l'environnement juridique européen permettant aux entreprises d'avoir accès aux marchés de capitaux ont rendu nécessaire la révision de la réglementation relative au document prospectus⁴⁶⁶.

La directive Prospectus de 2003 a déjà exigé la mise en place d'un régime proportionné à destination PME⁴⁶⁷, qui leur permettrait d'établir un prospectus comprenant des éléments qui sembleraient cohérents avec leur taille. Ce sont la directive 2010/73/UE (ci-après « *Seconde directive prospectus* ») et le règlement délégué (UE) n° 486/2012 qui ont affiné ces exigences et ont créé un régime d'information proportionné pour les PME de faible capitalisation boursière⁴⁶⁸. Depuis l'adoption de ces actes la

⁴⁶⁵ CABOSSIORAS S., PIETRANCOSTA A. « *La réforme du régime des offres au public de titres : une meilleure articulation avec le droit européen* », Bull. Joly Bourse, n°01, 01 janvier 2020, (p. 42 à 53), spéc. partie introductive.

⁴⁶⁶ Communication de la commission au parlement européen, au conseil, au comité économique et social européen et au comité des régions sur l'examen à mi-parcours du plan d'action concernant l'union des marchés des capitaux, 8 juin 2017, COM (2017) 292 final, p. 5.

⁴⁶⁷ Directive 2003/71/CE, article 7, 1, e)

⁴⁶⁸ PIETRANCOSTA A., « *Offres au public de titres financiers et admission aux négociations sur un marché* », op.cit., n°62 ; Directive 2010/73/UE du parlement européen et du conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, article premier, 7), b), iii ; Règlement délégué (UE) n° 486/2012 de la Commission du 30 mars 2012 modifiant le règlement (CE) n° 809/2004 en ce qui concerne le format et le contenu du prospectus, du prospectus

réglementation relative au prospectus reconnaît la possibilité d'adapter le contenu du prospectus en fonction de la taille de l'établissement émetteur⁴⁶⁹.

Aujourd'hui cette proportionnalité semble toutefois limitée depuis l'entrée en vigueur du Règlement prospectus. En effet, ce règlement et règlements délégués correspondant ne confèrent pas une compétence générale aux autorités nationales quant à l'adaptation dans le document d'information. L'adaptation paraît réservée au résumé du prospectus⁴⁷⁰ et au contenu du prospectus de croissance des PME⁴⁷¹.

83 Le prospectus de croissance des PME. Afin de simplifier le régime de prospectus, qui a été critiqué de nombreuses fois comme trop long et peu compréhensible, le Règlement prospectus a créé un prospectus allégé destiné aux PME, dit « *prospectus de croissance des PME* »⁴⁷². Ce prospectus est composé d'un résumé spécifique fondé sur l'article 7 du Règlement prospectus, d'un document d'enregistrement spécifique et d'une note spécifique aux valeurs mobilières⁴⁷³. Plusieurs catégories d'entreprises sont éligibles à ce prospectus :

de base, du résumé et des conditions définitives, et en ce qui concerne les obligations d'information, article premier, 13.

⁴⁶⁹ Règlement délégué (UE) n° 486/2012, Article premier, 13) ; Nous notons que la directive 2010/73/UE a déjà insisté sur l'information adapté aux émetteurs PME et *small caps*. Cela a été reflété par le Règlement général de l'AMF après l'adoption de l'arrêté du 14 juin 2012 portant homologation des modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. L'ancien article 212-9 du Règlement général de l'AMF a été toutefois supprimée par l'arrêté du 7 novembre 2019 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, en raison de l'entrée en vigueur du règlement (UE) 2017/1129. Le règlement délégué (UE) n° 486/2012 a été par ailleurs abrogé par le règlement délégué (UE) 2019/980.

⁴⁷⁰ Règlement délégué (UE) 2019/979 de la commission, du 14 mars 2019, consid. 4.

⁴⁷¹ Règlement (UE) 2017/1129, consid. 53 et 54.

⁴⁷² Règlement (UE) 2017/1129, article 15 ; Règlement délégué (UE) 2019/980, Chapitre IV. Sur ce sujet : PIETRANCOSTA Alain, « *Offres au public de titres financiers et admission aux négociations sur un marché* », op.cit. n°82 ; VABRES R., « *Admission aux négociations. Offre au public, Prospectus* », Droit des sociétés, 10 Octobre 2017, p. 28 ; CARDON C., DURAND Q., « *Nouveau règlement prospectus : vers plus de flexibilité pour les émetteurs ?* », op.cit. n°26 ; BONNEAU T., « *Entrée en vigueur de la législation prospectus, La Commission européenne vient d'adopter des textes de niveau 2* », RDBF n°5, 1er septembre 2019, comm. 182, p. 1.

⁴⁷³ Règlement (UE) 2018/980, article 33 et Annexes 23 (résumé) 24 (note des valeurs mobilières) et article 25 (document d'enregistrement). Sur ce point : BONNEAU T., PAILLER P., ROUAUD A., TEHRANI A., VABRES R., *Droit financier*, op.cit, p. 743 et 744 ; MULLER A.-C., « *Nouveau*

il s'agit notamment des PME au sens du Règlement prospectus (définies comme un nombre moyen de salariés inférieur à 250 personnes, un total du bilan ne dépassant pas 43 millions d'euros et un chiffre d'affaires net annuel inférieur à 50 millions d'euros), des sociétés cotées mais dont la capitalisation boursière est inférieure à 500 millions d'euros et des émetteurs qui procèdent à des émissions publiques dans l'Union européenne dont le montant ne dépasse pas 20 millions d'euros⁴⁷⁴.

Si le prospectus de croissance est un document plus concis qu'un prospectus ordinaire, il contient les mêmes éléments et exige la communication des éléments de même nature s'agissant de la stratégie et les objectifs des émetteurs⁴⁷⁵, leurs principales activités⁴⁷⁶ des facteurs de risque⁴⁷⁷, les tendances⁴⁷⁸. La partie relative à la situation financière (ainsi que la partie relative à l'organisation interne⁴⁷⁹) de l'émetteur est toutefois considérablement allégée au sein du prospectus de croissance.

Les états financiers exigés dans ce document ne portent pas sur les trois dernier mais seulement sur le dernier exercice⁴⁸⁰, la section relative à l'examen de la situation financière et de résultat ainsi que ceux concernant la trésorerie et capitaux sont absents et les prévisions ou les informations financières concernant l'actif et le passif⁴⁸¹ allégées.

règlement Prospectus, des avancées retardées à juillet 2019 », Rev. Lamy dr. aff., n°132, 1er décembre 2017, p 16 à 21.

⁴⁷⁴ Règlement (UE) 2017/1129, article 15, 1.

⁴⁷⁵ Règlement délégué (UE) 2019/980, Annexe 24, n°2.2.1.

⁴⁷⁶ Règlement délégué (UE) 2019/980, Annexe 24, n°2.2.2.

⁴⁷⁷ Règlement délégué (UE) 2019/980, Annexe 24, n°3.1.

⁴⁷⁸ Ibidem, Annexe 24, n°2.6.1.

⁴⁷⁹ Ibidem, Annexe 24, n°4 (prospectus de croissance) ; Règlement délégué (UE) 2019/980, Annexe 24, n°12 à 15 (prospectus ordinaire). Le prospectus ordinaire comporte des sections dédiées aux organes d'administration et de direction, à la rémunération des avantages et au fonctionnement des organes d'administration et de direction ainsi qu'aux salariés.

⁴⁸⁰ Ibidem, Annexe 24, n°5.1.1.

⁴⁸¹ Ibidem, Section 18, Annexe I; Ibidem., Section 11, Annexe I (pour les prospectus « ordinaires »). Le prospectus de croissance contient des exigences relatives aux historiques financiers audités, de normes comptables, états financiers annuels consolidés et informations financières intermédiaires au sein de la section 5 de l'Annexe 24.

Le résumé du prospectus de croissance⁴⁸² constitue non seulement un document significativement allégé par rapport aux exigences d'un prospectus ordinaire mais vise également à constituer un document d'information souple permettant à prendre en compte les différents *business models*.⁴⁸³

Il convient néanmoins de souligner que le document d'information adapté à la taille des PME reste, malgré tout, largement tourné vers la performance financière passée et la santé financière de l'entreprise souhaitant procéder à l'offre a public de titres (le prospectus de croissance exige notamment la communication des informations financières historiques⁴⁸⁴, comprenant les états financiers consolidés⁴⁸⁵ qui doivent répondre aux normes comptables internationales⁴⁸⁶ et doivent être dûment audités⁴⁸⁷).

B) Les sources pratiques de l'inadéquation

84 Les sources de nature hétérogène. L'Offre au public de titres semble un moyen de financement peu adapté aux *start-up* pour des raisons pratiques. Ces raisons sont de nature hétérogène. En effet, l'Offre au public peut s'avérer une opération très coûteuse pour une jeune pousse (1). D'autres contraintes pratiques résultent de l'intervention inévitable des intermédiaires financiers dans l'opération (2). Par ailleurs, l'IPO initiée par une jeune entreprise s'avère également inadaptée à certains investisseurs et notamment aux investisseurs particuliers (3).

1) *La perspective de la start-up : une opération à coût élevé*

⁴⁸² Règlement 2019/980, Annexe 26.

⁴⁸³ La prise en compte des différents business modèles est l'objectif de prospectus de croissance (Règlement 2019/980, consid. 18).

⁴⁸⁴ Règlement 2019/980, Annexe 24, n° 5.1.

⁴⁸⁵ Ibidem, n° 5.1.6.

⁴⁸⁶ Ibidem, n° 5.1.3.

⁴⁸⁷ Ibidem, n° 5.1.1 ; 5.1.5 ; 5.1.7 et 5.3.

85 Les différents types de coûts encourus par la *start-up*. Le coût de l'opération peut présenter un obstacle majeur du point de vue des jeunes entreprises innovantes. Nous mettons en avant trois catégories de coût : ceux résultant du changement organisationnel ; ceux résultant de la publicité qui doit être réalisée dans le cadre de l'Offre au public et enfin les coûts associés à l'intervention des intermédiaires.

86 Le coût des changements organisationnels. L'Offre au public de titres impose des changements aux émetteurs de titres, d'abord en raison des potentiels changements organisationnels qu'elle requiert⁴⁸⁸.

D'abord l'Offre au public peut rendre nécessaire le changement de forme sociale (en SA ou SCA) suivi par le dépôt de capital social à 37 000 euros⁴⁸⁹. Le changement de forme sociale peut conduire à un aménagement important au sein l'organisation de la sociale de la société afin d'adapter au SA ou SCA qui connaissent un encadrement strict du fonctionnement des assemblées et des organes d'administration (ou de surveillance) basé sur la hiérarchie et la spécialisation des organes sociaux⁴⁹⁰. Le recours à de contrôleurs légaux des comptes⁴⁹¹ et à des auditeurs⁴⁹² ainsi que le travail nécessaire pour établir l'ensemble de la documentation financière⁴⁹³ peut également présenter une charge financière importante pour une petite entreprise.

⁴⁸⁸ ACHRAF B., *Banque chef de File, syndicat bancaire et introduction en bourse : application aux marchés boursiers européens*, Thèse, Université Lille 2, 2012, p. 21 à 24, n°1.2.

⁴⁸⁹ Article L224-, al. 1 du Code de commerce.

⁴⁹⁰ La désignation d'un commissaire de compte est, en droit des sociétés, seulement nécessaire si « *le total du bilan est fixé à 4 000 000 euros, le montant hors taxe du chiffre d'affaires à 8 000 000 euros et le nombre moyen de salariés à cinquante.* » (article D.221-5, al. 1 du Code de commerce). Nous abordons les contraintes résultant de la SA *infra* n°153. Le régime juridique des SCA reste, dans une grande mesure assimilée à celle des SA en vertu de l'article L.226-1, al. 2 du Code de commerce.

⁴⁹¹ Règlement 2019/980, Annexe I, section 2.

⁴⁹² Règlement 2019/980, Annexe I, section 18 (prospectus ordinaire) et Annexe 24, section 5 (prospectus de croissance) exige l'intervention des auditeurs à de nombreux endroits (notamment pour l'audit des états financiers historiques annuels et intermédiaires).

⁴⁹³ Comportant notamment un tableau de flux de trésorerie (Règlement 2019/980, Annexe I, n°18.1.5 (prospectus ordinaire), les états financiers consolidés (Règlement 2019/980, Annexe I, n°18.1.6 (prospectus ordinaire) et Annexe 24, n° 5.1.6. (prospectus de croissance)).

Afin d'anticiper l'admission à la négociation et la mise en place des procédures nécessaires pour la détection des abus de marché, l'établissement des listes d'initiés ou encore, à la mise en place d'un contrôle interne. Nous aborderons ces sujets dans les développements liés à l'admission à la négociation.

Les coûts associés au changement d'organisation de la *start-up* résultent également de l'entrée d'un nombre important d'investisseurs dans le capital. La gestion de la société devient donc beaucoup plus contraignante que celle d'une *start-up* ayant seulement un nombre limité d'investisseurs.

87 Le coût lié à la publicité. Une partie des coûts résulte de la publicité que la société doit réaliser pendant la campagne de levée de fonds. Il s'agit des opérations de marketing en ligne ou hors ligne qui peuvent s'avérer très coûteux compte tenu de leur importance au regard du succès de l'opération. Les émetteurs peuvent faire appel à des spécialistes en matière de communication (et notamment à des agences de communication)⁴⁹⁴. En outre, les frais liés à la publicité financières ne sont pas négligeables⁴⁹⁵.

88 Le coût des intermédiaires. Il convient enfin de mentionner les intermédiaires qui sont interviennent dans l'opération d'IPO. S'agissant des intermédiaires régulés il s'agit essentiellement du syndicat de placement composé des prestataires de services d'investissement agréés pour placement garanti, non-garanti ou de prise ferme⁴⁹⁶. Leur

⁴⁹⁴ ACHRAF B., *Banque chef de File, syndicat bancaire et introduction en bourse : application aux marchés boursiers européens*, Thèse, Université Lille 2, p. 22 et 23, n°1.2.2, b.

⁴⁹⁵ ACHRAF B., *Banque chef de File, syndicat bancaire et introduction en bourse : application aux marchés boursiers européens*, Thèse, Université Lille 2, p. 23, n°1.2.2, b.

⁴⁹⁶ Les prestataires doivent être des prestataires de services d'investissements agréées sur le fondement de l'article L.531-1 du Code monétaire et financier. S'agissant des services concernés : il peut s'agir du placement garanti et non-garanti sont visés par l'article L.321-1 du Code monétaire et financier (6-2 et 7) ainsi que par la Directive MIF II au sein de l'Annexe I, Section A, n°6 et 7 prise ferme. Sur ces différents services : DEVÈZE J., et al., « *Services d'investissement* », 857, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022). Sur le rôle du syndicat de placement : ELINEAU R. « *Introduction en bourse de titres de capital* », Fasc. 1620, JCl. Banque, Crédit, Bourse, date d'actualisation, 21 décembre 2020, n°86. Dans le syndicat il convient le rôle du lead manager, appelé chef de file des autres membres (*managers*) et du *book runner* (coordinateur global) (ACHRAF B., *Banque chef de File, syndicat bancaire et introduction en bourse : application aux marchés boursiers*

intervention d'un syndicat de placement (ou pool bancaire) dans l'opération semble indispensable dans le cadre d'une Offre au public de titres pour des raisons réglementaires⁴⁹⁷ et en raison de la complexité de l'opération⁴⁹⁸. Le syndicat dispose d'un rôle clé dans

européens, op.cit., p. 98 et 99). Sur les principaux devoirs de la banque chef de file : ACHRAF B., *Banque chef de File, syndicat bancaire et introduction en bourse : application aux marchés boursiers européens*, op.cit., p. 81 à 85. Ce dernier établissement est généralement sélectionné en raison de sa connaissance du secteur, ainsi que ses contacts avec les potentiels investisseurs institutionnels. Le chef de file tient, par ailleurs, un registre concernant les ordres des investisseurs et recueille les intentions de ces derniers afin de déterminer le prix d'offre. Les services d'investissement fournis dépendent du rôle du membre dans le syndicat. Dans certains cas l'ensemble du syndicat porte la garantie de bonne fin et exerce donc le service de placement garanti même si dans la pratique cette garantie ne pèse que sur le chef de file (ACHRAF B., *Banque chef de File, syndicat bancaire et introduction en bourse : application aux marchés boursiers européens*, op.cit. p. 215, n°2.2.6 (sur la garantie de bonne fin), sur le caractère général de la garantie de bonne fin (p. 216 et 231). Dans le cas de l'introduction en bourse d'EDF la garantie de bonne fin ne semble peser que sur un nombre limité du syndicat (p. 170).

⁴⁹⁷ Sur le plan théorique, une opération de l'offre au public de titres ou de placement privé réalisée sans intervention des intermédiaires est concevable. Cependant la sollicitation active des personnes en vue de la cession de titres financiers non cotés est susceptible de tomber dans la qualification de démarchage bancaire ou financier. En effet, cette activité, dont la définition a été élargie avec la réforme apportée par la loi de la sécurité financière (BONNEAU T., « *Réforme du démarchage financier* », Dr. sociétés, n° 10, Octobre 2003, comm. 177, n°2) englobe, en vertu de l'article L341-1 du Code de commerce « toute prise de contact non sollicitée, par quelque moyen que ce soit, avec une personne physique ou une personne morale » en vue de réaliser une opération sur un instrument financier (Monsieur Emeric Nicolas dans sa thèse nous rappelle le caractère « *super-consumériste* » des règles sur le démarchage financier : EMERIC N., *Le principe d'assimilation des investisseurs aux consommateurs*, Thèse, Université d'Orléans, 2010, p. 92). Le démarchage bancaire et financier ne revête pas contours très clairs en droit français (GRANIER T., « *Démarchage bancaire et financier* », Études Joly Bourse, 15 avril 2023, n°20 et n°26 ; STORCK S., « *La réforme du démarchage financier par la loi du 1er août 2003 de sécurité financière* », Dr. sociétés, n° 1, Janvier 2004, chron. 1., n°6 à n°26; JOUFFIN E., « *Démarchage et vente à distance de produits et services financiers : principes généraux* », D. 2006., (p. 1534 – 1542), n°1) notamment au regard des informations diffusées par internet (BONNEAU T., « *Démarchage et Internet* », RDBF n° 5, Septembre 2001, alerte 100039) et de la publicité de manière générale. Le démarchage peut seulement être exercé par un nombre limité d'entités, et notamment des prestataires de services d'investissements (Article L.341-3 du Code monétaire et financier) sous réserve de l'exercice sur un produit autorisé à démarchage. Les titres offerts au public, ayant fait l'objet de prospectus peuvent, en effet faire l'objet de démarchage s'ils sont offerts par des prestataires services d'investissements. (Article L.341-10, 4° du Code monétaire et financier exempte les « *titres financiers offerts au public après établissement d'un document d'information en application du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017 en cas d'offre au public de titres financiers ou d'admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé* »).

⁴⁹⁸ Dans la pratique le placement des titres nécessite des compétences particulières et un réseau d'investisseurs. En effet les membres du syndicat ont pour fonction de valoriser l'entreprise non cotée

l'opération dans la mesure où il réalise le placement des titres et détermine le prix de celui-ci dans le cadre de la procédure de *bookbuilding*⁴⁹⁹).

La rémunération des membres du syndicat varie en fonction des tâches respectives des membres. Il convient en effet distinguer le *management fee* (accordé à la banque chef de file) l'*underwriting fee* (accordé pour la stabilisation du cours du titre) du *selling fee* (accordé pour le placement des titres)⁵⁰⁰.

Ou delà du syndicat de placement d'autres intermédiaires (avocats⁵⁰¹, auditeurs⁵⁰²) sont également susceptibles de présenter un coût important pour la jeune entreprise innovante.

2) *La perspective des intermédiaires : une opération très risquée*

(ce qui est un exercice très délicat) et chercher des investisseurs mais également certifier la qualité de l'émetteur, assurent la couverture de l'entreprise par des analystes et (notamment le chef de file), tiennent le marché sur le titre (CORWIN S.A., P. SHULTZ P., « *The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition* », *The Journal of Finance*, vol. 1X, no. 1, February 2005, p. 449 et 450). La syndication est par ailleurs importante pour partager les risques entre les membres du syndicat et également pour répartir les différents rôles (ACHRAF B., *Banque chef de File, syndicat bancaire et introduction en bourse : application aux marchés boursiers européens*, op.cit., p. 96 et 97, n°2.1).

⁴⁹⁹ En effet, la majorité des opérations de placement prend aujourd'hui la forme du *bookbuilding* Sur les étapes de *bookbuilding* : ACHRAF B., *Banque chef de File, syndicat bancaire et introduction en bourse : application aux marchés boursiers européens*, op.cit., p. 297. Sur la popularité du *bookbuilding* : PUKTHUANHONG K., VARIAYIYA N.P., WALKER T.J., « *Bookbuilding versus Auction Selling Methods: A Study of US IPOs* », *Venture Capital, An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 9, No. 4, p. 314 et s.

⁵⁰⁰ ACHRAF B., *Banque chef de File, syndicat bancaire et introduction en bourse : application aux marchés boursiers européens*, op.cit. p. 97 ; LOWRY M/, MICHAELY R., VOLKOVA E., « *Initial Public Offerings: A synthesis of the literature and directions for future research* », *SSRN Electronic Journal*, 20 March 2017, p. 29 et 30.

⁵⁰¹ Les frais d'avocats semblent présenter une charge importante dans l'opération (sur ce point : ACHRAF B., *Banque chef de File, syndicat bancaire et introduction en bourse : application aux marchés boursiers européens*, op.cit., p. 324, introduction en bourse de Maroc Telecom).

⁵⁰² Dont l'intervention semble nécessaire dans la mesure où l'établissement du prospectus nécessite l'intervention des auditeurs.

89 Les risques élevés liés à l'évaluation de la faisabilité de l'IPO et à la valorisation de l'entreprise. L'un des inconvénients principaux du syndicat du placement semble résulter de l'incertitude quant au succès de l'opération (et notamment quant à l'existence d'une demande pour titres de la jeune pousse) compte tenu de la jeunesse de l'entreprise et de la difficulté de valoriser les titres à émettre⁵⁰³.

Le syndicat doit tenir compte du contexte économique et réglementaire actuel qui ne semble pas favoriser l'Offre au public de titres par les jeunes pousses⁵⁰⁴. En cas d'échec de l'opération, ou d'erreur dans la valorisation de la *start-up*, l'entreprise offrant ses titres au public peut subir un préjudice financier très important⁵⁰⁵ et les membres syndicat de placement sont susceptibles de subir, quant à eux, un préjudice réputationnel.

⁵⁰³ La valorisation des *start-up*, qui est indispensable pour le *pricing* des titres, s'avère une question particulièrement complexe en présence d'une entreprise en phase de démarrage et sans *business model* opérationnel. En effet, les méthodes basées sur les multiples ou encore celle du *discounted cash flow*, habituellement appliquées en présence des IPO semblent difficiles à appliquer aux entreprises n'ayant pas finalisé la création de leur produit (et n'ayant pas encore généré de chiffre d'affaires). (Sur les méthodes appliqués en présence d'IPO : FERRARO O., « *A Brief Overview of the IPO Valuation Methods* », *International Journal of Business and Management*; Vol. 15, No. 12, 2020, p. 42 et 43, n°2; BERGGEN D., « *IPO underpricing and tech valuations, An empirical study of the Swedish IPO market, degree project technology and economics* », KTH, Skolan för industriell teknik och management (ITM), 2017, p. 5 à 7, n°2.1).

⁵⁰⁴ Le risque principal pour une entreprise souhaitant procéder à une IPO semble résulter de l'absence de demande pour le titre faisant l'objet de l'offre pendant l'offre et après l'admission à la négociation. La demande dépend dans une grande mesure de la couverture de l'offre au public de titres par les analystes financiers. Or, le contexte réglementaire actuel ne favorise pas l'analyse financière des petites et moyennes capitalisations et le contexte économique (LUX M., PEAD J., « *Hunting High and Low: The Decline of the Small IPO and What to Do About It* », Harvard Kennedy School, M-RCBG Associate Working Paper Series, No. 86, April 2018, p. 8 à 17, n°4. Sur le contexte économique défavorable en général : ZHANG X., ZHONG W., BAI C., « *Risk Management Strategy in IPO Activity, Advances in Economics, Business and Management Research* », volume 211, Proceedings of the 2022 7th International Conference on Financial Innovation and Economic Development, 2022.

⁵⁰⁵ La baisse de la valeur du titre peut avoir des conséquences désastreuses sur l'entreprise émettrice. Sur ce point : LUX M., PEAD J., « *Hunting High and Low: The Decline of the Small IPO and What to Do About It* », op.cit. p. 9.

90 Le risque réglementaire pesant sur le syndicat de placement. Il convient également de rappeler que le syndicat de placement porte une responsabilité importante dans l'opération et doivent s'assurer, dans le cadre de leur *due diligence* que l'émetteur ne communique pas des informations inexactes à l'autorité compétente. En effet les « *prestataires de services d'investissement dirigent l'opération lors d'une offre au public relative à des titres de capital* » sont tenus confirmer par une attestation à l'AMF d'« *avoir effectué les diligences professionnelles d'usage et que ces diligences n'ont révélé dans le contenu du prospectus aucune inexactitude ni aucune omission significative de nature à induire l'investisseur en erreur ou à fausser son jugement* »⁵⁰⁶.

Il convient également d'ajouter que les membres du syndicat fournissant des services de placement garanti ou de prise ferme à l'émetteur sont tenus par une garantie de bonne fin⁵⁰⁷ envers ce dernier⁵⁰⁸. Cette garantie les oblige à souscrire les titres non-souscrits par des investisseurs dans le cadre de l'opération de placement⁵⁰⁹.

Pour ces raisons il est possible que les professionnels du placement favorisent les émetteurs bien établis et qu'ils soient susceptibles de ne pas donner suite à une demande émanant d'une jeune pousse n'ayant pas d'historique financier.

3) *Une opération risquée pour les investisseurs*

91 Le cas des investisseurs particuliers. La souscription à une Offre au public de titres financiers réalisée par une *start-up* peut présenter des risques sérieux pour les investisseurs, et notamment au regard des investisseurs particuliers. En effet, ces derniers, contrairement aux investisseurs professionnels, ne disposent que du prospectus et des informations

⁵⁰⁶ Article 212-16, II du Règlement général de l'AMF.

⁵⁰⁷ Au sens de l'article L.225-145 du Code de commerce.

⁵⁰⁸ La garantie de bonne fin est matérialisée au sein de l'article D.321-1, 6-2 pour le placement garanti. Dans le cadre du service de prise ferme les prestataires souscrivent aux titres directement auprès de l'émetteur. Il nous semble néanmoins que la garantie de bonne fin existe également dans le cadre des opérations de prise ferme (DEVÈZE J., et al., « *Services d'investissement* », op.cit.).

⁵⁰⁹ L'article L.225-145 du Code de commerce.

publiques sur l'entreprises pour se faire une opinion sur la viabilité du projet (et se trouvent dans une situation défavorable par rapport aux investisseurs institutionnels⁵¹⁰).

Or, comme indiqué plus haut les *start-up* peuvent difficilement répondre à certaines informations exigées dans le document prospectus. En outre, l'information relative à la description de l'activité d'une *start-up* revêt fréquemment un caractère technique avec une terminologie particulière⁵¹¹. Faute d'avoir une expertise sur le marché sur lequel l'entreprise est présente, ou encore d'une connaissance approfondie sur la technologie développée par l'entreprise, il est extrêmement difficile d'apprécier la qualité d'un projet innovant à partir de la seule lecture de ces éléments même si l'entreprise doit également donner des informations sur des nouveaux procédés de fabrications employés (dans la partie relative à sa stratégie). Il est, en outre, possible qu'un émetteur ne fournisse pas certaines informations dans la description de la technologie qu'il développe, dans la mesure où ces informations peuvent être consultées par ses concurrents. Les émetteurs n'ont dès lors pas d'intérêt à communiquer sur des informations confidentielles en cas d'Offre au public car cela les placerait dans une situation défavorable vis-à-vis des entreprises ciblant le même marché.

De plus, l'étude d'un document d'information peut sembler largement insuffisant dans le cadre de l'évaluation d'une *start-up* non cotée en vue d'une prise de participation dans cette dernière. Les investisseurs particuliers ne peuvent, contrairement aux investisseurs professionnels, pas entrer en contact avec l'entreprise levant des fonds et encore moins négocier avec celle-ci, contrairement à certains investisseurs

⁵¹⁰ La position défavorable des investisseurs de détail par rapport aux investisseurs professionnels : Micheli V., *IPOs as Investment Opportunities for Retail Investors: An Investigation*, mémoire, 2018/2019, Louis Guido Carli, Libera Università Internazionale Degli Studi Sociali, p. 32

⁵¹¹ Theranexus, Document d'enregistrement universel, visa n° D. 20-0414, 30 avril 2020, p. 55 et s., n°5.2.3 : description technique sur les tests cliniques réalisées sur un médicament contre la maladie parkinson. Poxel, Document d'information, visa n°D.19-0289, 20 avril 2020, Description d'un candidat médicament (« Imeglime »), p. 77-86 ; 2CRSI, Document de base, visa n°I.18-044, 28 mai 2018, p. 40-72 : solutions informatiques dans le domaine du cloud ; Theradiag, Prospectus, visa n°12-563, 20 novembre 2012, p. 80.

institutionnels que la société offrant ses titres au public rencontre dans le cadre de la préparation de l'opération⁵¹².

Si les investisseurs particuliers ne peuvent pas s'appuyer sur les prospectus pour évaluer la *start-up* ils sont également assistés par un prestataire de services d'investissement dans le cadre de l'exécution de leur ordre. Ainsi les investisseurs seront quand même soumis à un test d'adéquation ou d'appropriation qui leur permet d'être informé des risques encourus par la souscription au titre concerné⁵¹³.

De notre point de vue, la mise en œuvre d'un test d'adéquation peut sembler pertinente pour les besoins de protection des investisseurs particuliers. Il reste néanmoins possible de se demander si ce test d'adéquation est suffisant pour protéger les investisseurs qui décident de placer leur argent dans un actif aussi risqué que des titres financiers d'une *start-up* en IPO. Les investisseurs particuliers ne devraient-ils pas bénéficier d'une protection spécifique en cas de souscription des titres en IPO ? Ces protections pourraient prendre la forme des obligations de bonnes conduites qui pèsent aujourd'hui sur les prestataires de service de financement participatif qui comprennent notamment une simulation de la capacité de supporter les pertes du souscripteur des titres⁵¹⁴.

92 Le cas des investisseurs professionnels. Nous notons cependant qu'actuellement les investisseurs particuliers n'ont que peu d'accès à des levées de fonds par Offre au public de titres sur le marché primaire. De notre point de vue, les investisseurs particuliers se trouvent dans une situation largement moins confortable que les investisseurs professionnels, qui peuvent avoir un contact personnel avec la *start-up* et peuvent exiger des informations de celle-ci supplémentaires dans le cadre d'une procédure de *due diligence*

⁵¹² Les investisseurs professionnels et notamment les capitaux-risqueurs professionnels semblent dans une situation largement plus avantageuse pour prendre participation au sein d'une jeune entreprise innovante. Le cas des capitaux-risqueurs est abordé *infra* n°141 et s.

⁵¹³ Il s'agit des prestataires de services d'investissement agréés pour le service d'exécution d'ordres pour le compte de tiers au sens de l'article D.321-1, 2° du Code monétaire et financier. Le test d'appropriation qui nécessite l'évaluation de la connaissance et la compétence des clients est abordé au sein du II de l'article L.533-13 du Code monétaire et financier.

⁵¹⁴ Abordé *infra* n°342

personnalisée. Ainsi les protections spécifiques, que nous avons mis en avant pour protéger les investisseurs particuliers, ne semblent pas nécessaires en présence d'investisseurs professionnels.

2§) *Offre au public comme une notion protéiforme*

93 Placement privé et placement de faible montant : des opérations ayant un lien étroit avec la notion de l'Offre au public de titres. Le placement privé désigne les Offres de titres financiers non soumises à l'établissement d'un prospectus en raison le nombre faible des destinataires (ci-après « *Placement privé* »). Le placement de faible montant des offres des titres destinées au public qui sont inférieurs à un certain seuil (ci-après « *Placement de faible montant* »). Ces techniques (que nous désignerons ensemble ci-après comme « *Placement* ») disposent, d'un point de vue juridique, d'un lien étroit avec l'Offre au public de titres (et avec l'APE) depuis leur naissance. C'est la raison pour laquelle nous avons décidé de les examiner dans le présent chapitre relatif à l'Offre au public de titres financiers.

94 Opérations de Placement : des nouvelles opportunités de financement pour les *start-up*. Les opérations de Placement sont susceptibles de constituer une opportunité intéressante pour les jeunes entreprises innovantes pour plusieurs raisons. En effet, pour les *start-up* la préparation d'un prospectus peut s'avérer financièrement insurmontable aussi bien au regard du coût que la complexité de l'opération. Or, les opérations de Placement ne nécessitent pas l'établissement du document d'information destiné aux investisseurs⁵¹⁵ et épargnent les émetteurs du processus d'autorisation de l'Offre au public par l'AMF.

De plus, l'opération de Placement privé est généralement réalisée avec la participation d'un faible nombre d'investisseurs. Les émetteurs sont, dès lors, susceptibles d'avoir

⁵¹⁵ Seul un document d'information synthétique doit être communiqué à l'Autorité des marchés financiers préalablement à l'opération et ce uniquement dans le cas des offres à un montant modeste en vertu de l'article 212-43 du Règlement général de l'AMF (sur ce point : AMF, *Informations à fournir aux investisseurs dans le cadre d'une offre ouverte au public d'un montant inférieur à 8 millions d'euros*, DOC-2018-07, date d'actualisation : 21 juillet 2018 ; Guide d'information d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public ou en cas d'admission de titres financiers, Position recommandation AMF, DOC-2020-06, date d'actualisation : 17 mars 2022 p. 63).

un contact direct avec l'entreprise financée, et d'avoir des informations dites *soft* sur la qualité de la direction de l'entreprise ainsi que, potentiellement, sur le produit développé par le *start-up*. La compréhension de ces facteurs est très importante en cas de prise de participation dans une jeune entreprise innovante. Ainsi, en raison des contraintes juridiques allégées, et de la qualité d'information potentiellement meilleure (par rapport à une Offre au public soumise à un prospectus), le Placement privé est susceptible de constituer un moyen de financement intéressant aux jeunes entreprises innovantes⁵¹⁶. L'opération reste toutefois en pratique, en raison du coût des intermédiaires⁵¹⁷, très lourde pour la plupart des PME. Ces dernières sont susceptibles de se tourner vers le financement participatif, qui se présente comme une nouvelle forme de Placement, plus accessibles aux PME.

Il convient dans un premier temps d'analyser les changements intervenus dans la réglementation, et notamment la genèse de la notion d'Offre au public en droit français, qui a apporté une clarification du périmètre des opérations de Placement (A). Dans un second temps il est nécessaire d'examiner l'adéquation pratique des opérations de Placement aux *start-up* (B).

A) L'évolution du cadre juridique du Placement privé et du faible montant

95 Le périmètre de l'analyse. Il convient dans un premier temps d'analyser l'évolution du régime juridique propre aux opérations de Placement afin de démontrer une évolution favorable du droit français pour les jeunes entreprises innovantes (1). Il convient, dans un second temps, d'examiner le régime actuel applicable aux opérations de Placement en France (2).

1) L'évolution du régime juridique des opérations de Placement jusqu'au Règlement prospectus

⁵¹⁶ MAILLY L., LUTHI T., *Améliorer la performance de votre entreprise*, Eyrolles, 2015, p. 56 à 58.

⁵¹⁷ Les prestataires de services d'investissements agréés pour les services de placement garanti ou non garanti.

96 L'évolution du régime juridique des opérations de Placement jusqu'à la réforme de 2009 de l'APE. La définition de la société commerciale faisant appel public à l'épargne (mise en place par la loi du 24 juillet 1966) faisait référence au placement des titres par la publicité ou par démarchage⁵¹⁸. Progressivement, vers la fin des années 1980 la notion de l'APE a obtenu des contours plus proches à son cadre juridique actuel à travers un rapport et un règlement COB⁵¹⁹. Ce rapport et règlement liaient la notion de l'offre à la dispersion des titres et les critères établis ont été repris par la jurisprudence⁵²⁰. Cependant ces critères, qui ont établi une exemption au champ d'application de l'APE pour les offres réservées à moins de 300 investisseurs⁵²¹, ne tenaient pas compte de la diversité potentielle des opérations visant un cercle privé d'investisseurs et ne dissipaient pas toute ambiguïté découlant des critères très restrictifs concernant le démarchage financier établis le décret du 22 août 1972⁵²². Malgré ce contexte les opérations de Placement privé existaient bien en pratique. Certaines sociétés ont en effet placé des titres auprès des investisseurs avertis sans pour autant se soumettre aux obligations résultantes de l'APE⁵²³.

⁵¹⁸ Loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, article 72. S'agissant de l'obligation de publier un prospectus : Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 instituant une commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse, article 6, I.

⁵¹⁹ Sur ce rapport : FAUGEROLAS L., « *Le 19e Rapport de la Commission des opérations de bourse* », Bull. Joly Sociétés, n°5, p. 357, 1^{er} mai 1987. Le règlement : COB, Règlement n° 88-04 relatif aux informations à publier par les collectivités faisant publiquement appel à l'épargne, article 1.

⁵²⁰ CA Versailles, 19 nov. 1986 Bull. Joly Bourse, 1^{er} avril 1987, n°138, p. 282 (Ranvier c. Société Chausson SA) ; CA de Paris, du 2 novembre 1989, Bull. Joly Sociétés, n°12, p. 983 (Bonnet-Dian et autres) ; Cass. com., 15 juillet 1992, 90-15.588 et 90-16.835.

⁵²¹ S'agissant du rapport : FAUGEROLAS L., « *Le 19e Rapport de la Commission des opérations de bourse* », op.cit., n°9.

⁵²² Le décret n°72-781 du 22 août 1972 relatif au démarchage financier n'a pas envisagé le démarchage en dehors du cas de figure de l'appel public à l'épargne (qui autorise le démarchage sous réserve du respect des obligations résultant de l'article 6, 1°, b) de l'article 6). A voir également : Loi n° 72-6 du 3 janvier 1972 relative au démarchage financier et à des opérations de placement et d'assurance. Sur ce point : CAFRITZ E., TENE O., « *La réglementation des placements privés en France* », Bull. Joly Bourse, n°02, 1^{er} mars 2003, (p. 126 à 141), n°3. Il semblait dans la pratique difficilement concevable de procéder à des placements privés : FAUGREOLAS L., D'ORMESSON O., « *Vers le placement privé des valeurs mobilières en France (à propos du règlement no 92-02 de la COB)* », Bull. Joly Sociétés, n°7-8, p. 711, 1^{er} juillet 1992, n°17. Sur le régime applicable également GRANIER T., « *La notion d'appel public à l'épargne* », op.cit., p. 687.).

⁵²³ FAUGREOLAS L., D'ORMESSON O., « *Vers le placement privé des valeurs mobilières en France (à propos du règlement no 92-02 de la COB)* », op.cit., n°4.

La première reconnaissance réglementaire des opérations de Placement en France émane du règlement 92-02 de la COB⁵²⁴. La COB a mis en place des critères pour qu'une offre de titres ne soit pas réputée comme public. Tombaient en dehors du périmètre de l'APE les diffusions de valeurs mobilières, n'allant pas « *au-delà d'un cercle de 300 personnes* »⁵²⁵; ne faisaient pas intervenir d'intermédiaires financiers au cours du placement sous réserve que les émetteurs ne fassent pas appel à la publicité ou au démarchage. De plus, le règlement de la COB publié en 1992 a prévu des dérogations spécifiques à l'établissement d'un prospectus au regard de la nature de l'investisseur (titres destinés aux personnes dans le cadre de leurs activités professionnelles) ; sur le volume de l'offre (et notamment les offres dont « *le montant global de l'offre est inférieur à 250 000 francs ou à la contrevaletur de ce montant en devises* »⁵²⁶) de la nature du produit ; sur l'opération sous-jacente (par exemple les offres portant « *sur des titres de capital qui sont attribués gratuitement lors du paiement d'un dividende* »⁵²⁷). Ces exemptions couvrent une grande partie des dérogations prévues aujourd'hui dans le Règlement prospectus⁵²⁸.

Cependant, les critères fixés par le règlement 92-02 de la COB comportaient des inconvénients pour les sociétés souhaitant procéder à des opérations de Placement privés. Les critères ne semblaient pas suffisants pour clairement séparer ces opérations

⁵²⁴ Le règlement 92-02 a été pris sur le fondement de la directive de 17 avril 1989, homologué par arrêté du 3 mars 1992, JO du 15 mars 1992.

Le règlement COB 92-02 reflète les conditions imposées par la Directive 89/298/CEE du Conseil du 17 avril 1989 portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières.

⁵²⁵ COB, Instruction d'application du règlement 92-02 relatif à l'offre au public, Section 1. Voir également : Règlement 92-02, article 2.

⁵²⁶ COB, Règlement 92-02 Article 3, b).

⁵²⁷ COB, Règlement 92-02 Article 3, g).

⁵²⁸ Sur ces exemptions : FRANCOIS Bénédicte, « *Admission sur les marchés financiers, offre au public de titres financiers, placement privé et financement participatif* », octobre 2016, Répertoire des sociétés, Dalloz, date d'actualisation : octobre 2022 (Généralités, A. – Appel public à l'épargne, 2° Protection proclamée mais laborieuse de l'investisseur) ; PERONNE S., « *La nouvelle notion d'appel public à l'épargne* », Rev. soc., 12 avril 1999, (p.983 à 989), n°13.

de l'APE. Les critiques portaient notamment sur « *l'automaticité* »⁵²⁹ de l'APE qui pouvait avoir lieu à la suite de la « *progression naturelle* »⁵³⁰ de la société. Il existait des cas où « *les successions, les partages, voire l'actionnariat des sociétés, faisaient franchir le seuil des 300, alors que la société ne s'était livrée à aucune opération d'appel* »⁵³¹. Cette situation semblait particulièrement inadaptée à des entreprises de petite taille avec un potentiel de croissance élevée qui pouvaient tomber dans le champ de l'APE à la suite d'une seule opération d'augmentation de capital ayant pour objet la cession de titres financiers à un nombre déterminé d'investisseurs⁵³².

La COB a lancé une consultation en 1996⁵³³ sur le dispositif de l'APE. La consultation a abouti à une réforme législative en 1998⁵³⁴ et a donné lieu à une définition de l'APE qui englobait les opérations d'émission, de cession et de diffusion des valeurs mobilières dans le public. La notion du Placement privé fut également clarifiée à l'occasion de la réforme⁵³⁵.

La loi de 1998⁵³⁶ ne contenait plus le critère quantitatif relatif à la dispersion de l'actionnariat et a défini l'APE comme « *1° L'admission d'un instrument financier aux*

⁵²⁹ FRANCOIS B., « *Admission sur les marchés financiers, offre au public de titres financiers, placement privé et financement participatif* », op.cit. n°163.

⁵³⁰ Ibidem.

⁵³¹ Ibidem.

⁵³² Ibidem.

⁵³³ COB, Proposition pour une nouvelle définition de l'appel public à l'épargne *et du placement privé*, Bull. COB n° 303, juin 1996.

⁵³⁴ Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier

⁵³⁵ Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998, article 30, II. Sur ce point : CLERMONTEL P., DORNIC B., « *L'émergence d'une notion autonome de placement privé* », JCP E, n°48, 26 Novembre 1998, (p. 1868 à 1872).

⁵³⁶ Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier. Voir également : Décret no 98-880 du 1er octobre 1998 portant application des dispositions de l'article 6 de l'ordonnance no 67-833 du 28 septembre 1967 modifiée instituant une Commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse ; Arrêté du 22 janvier 1999 portant homologation des règlements no 98-01, no 98-07, no 98-08, no 98-09 et no 98-10 de la Commission des opérations de bourse ; COB, Publication du Règlement de la COB 98-09, p. 38 mentionne le Placement privé par diffusion des titres à un cercle restreint d'investisseurs. S'agissant des changements apportés par la loi dans le domaine des placements privés : PIETRANCOSTA A., « *La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance*

negociations sur un marché réglementé ; 2° L'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement »⁵³⁷.

La loi de 1998 a, en outre, défini les opérations non constitutives d'APE. En vertu de son article 30, ne constituait pas une APE l'émission de titres à destination d'un cercle restreint d'investisseurs (sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre) ou des investisseurs qualifiés⁵³⁸ agissant pour leur compte propre. La notion de cercle restreint d'investisseurs a été définie comme des personnes liées aux dirigeants des émetteurs par des relations personnelles, à caractère professionnel ou familial⁵³⁹. Afin de faciliter la compréhension des conditions, le décret du 1^{er} octobre 1998 a établi une présomption au profit des groupes de personnes composés de moins de 100 personnes⁵⁴⁰. Les critères restaient cependant relativement restrictifs et appelaient à une modernisation, car les relations personnelles et professionnelles étaient difficiles à prouver. En effet, les relations de travail ne faisaient pas nécessairement partie des relations personnelles visées. Il était, en effet, nécessaire de prendre en compte

du 22 janvier 2009 », RTDF, 2009, 1-2 (p.18 à 31), n°10 et 11; LE NABASQUE, « Réforme de l'appel public à l'épargne par le projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie », RDBF, 147, n° 4, Juillet 2005, (p. 32 à 33), n°2 ; DONDERO B., LOYRETTE S., LAPRADE M., ROBINE D., SEXER Y., « Droit des marchés financiers », JCP E, 1431, n° 18, 30 Avril 2009, n°4; RONTCHEVSKY Nicolas, « Appel public à l'épargne », RTD Com., 694., 1999.

⁵³⁷ Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998, article 30. Sur ce point : FRANCOIS B., « Admission sur les marchés financiers, offre au public de titres financiers, placement privé et financement participatif », op.cit. (A. – Appel public à l'épargne, 2° Protection proclamée mais laborieuse de l'investisseur).

⁵³⁸ Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998, article 30 et Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, article 6, 1). Sur ce point : EXPERTON M.-J., « L'investisseur qualifié », Bull. Joly Bourse, n°02, 1^{er} mars 1999, p. 140 à 147.

⁵³⁹ Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, article 6, II et L.411-2, al. 3 du Code monétaire et financier.

⁵⁴⁰ Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, article 6, II et Décret no 98-880 du 1er octobre 1998 portant application des dispositions de l'article 6 de l'ordonnance no 67-833 du 28 septembre 1967 modifiée instituant une Commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse, article 2. Sur ce sujet : CAFRITZ E., TENE O., « La réglementation des placements privés en France », op.cit. ; Sénat, Rapport n° 438 (2004-2005) de M. Philippe MARINI, fait au nom de la commission des finances, déposé le 29 juin 200, *Projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie* : tome I, rapport, Article 7, Simplifier l'accès au marché et renforcer la confiance des investisseurs, chapitre Ier.

l'ancienneté des employés afin de les inclure dans le champ des relations personnelles à caractère professionnel⁵⁴¹.

97 L'apport de la directive Prospectus au regard des opérations de Placements. Un changement important dans l'évolution des opérations de Placement est intervenu à travers la transposition de Première directive prospectus⁵⁴² et par la loi Breton transposant la directive⁵⁴³. Ces changements ont redéfini le régime des opérations de Placement en séparant des offres constitutives d'offres au public (L.411-1 du Code monétaire et financier) et des offres exonérées d'offre au public (L.411-2 du Code monétaire et financier). Cette dernière catégorie, englobait, parmi d'autres catégories, les Placement à faible petits montants, les offres effectuées auprès des investisseurs qualifiées ou auprès d'un cercle restreint d'investisseurs agissant pour compte (Placements privés). La notion du cercle restreint d'investisseurs ne faisait par ailleurs plus référence au cercle familial ou professionnel mais fixait simplement le nombre maximum d'investisseurs pouvant intervenir dans l'opération (sans que celle-ci soit qualifiée d'offre au public de titres). Le décret de 2006⁵⁴⁴ adopté sur le fondement de la loi Breton a maintenu le nombre de souscripteurs maximum à 100

⁵⁴¹ CAFRITZ E., TENE O., « *La réglementation des placements privés en France* », op.cit.

⁵⁴² Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE. S'agissant du règlement : Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel. Sur la transposition des mesures européennes en droit français : DAIGRE J.-J., « *Droit des marchés financiers* », JCP E, n°16, 20 Avril 2006, 1603.

⁵⁴³ Loi n°2005-842 du 26 juillet 2005, JORF n°173 du 27 juillet 2005 p. 12160. Son décret d'application : Décret n° 2005-1007 du 2 août 2005 relatif à la partie réglementaire du code monétaire et financier Les dispositions réglementaires du code monétaire et financier font l'objet d'une publication spéciale annexée au Journal officiel de ce jour.

⁵⁴⁴ Décret n° 2006-557 du 16 mai 2006 modifiant le chapitre Ier du titre Ier du livre IV de la partie réglementaire du code monétaire et financier.

personnes⁵⁴⁵ et c'est seulement la Seconde directive prospectus⁵⁴⁶, qui a porté ce nombre à 149 personnes⁵⁴⁷.

Les Placements à faible montant échappant à l'obligation d'établir un prospectus existaient depuis les années 1990⁵⁴⁸. Ces offres n'étaient cependant pas mentionnées au sein du Code monétaire et financier jusqu'à la transposition de la Première directive prospectus (par la loi Breton)⁵⁴⁹. L'article 211-1 du Règlement général de l'AMF prévoyait que les offres demeurant en dessous du seuil de 100 000 euros, et sous certaines conditions⁵⁵⁰ celles comprises entre 100 000 et 2 500 000 d'euros⁵⁵¹, seront exemptées de prospectus. Le seuil fixé par le Règlement général de l'AMF pour cette catégorie d'offres a été (par l'arrêté de 14 juin 2012) porté à 5 000 000 qui était son montant au moment de l'adoption du Règlement prospectus⁵⁵².

⁵⁴⁵ Article D.411-4 du Code monétaire et financier.

⁵⁴⁶ Directive 2010/73/UE, article premier, 3.

⁵⁴⁷ Ordonnance de transposition : Ord. n° 2012-1240, 8 nov. 2012, JORF n°0261 du 9 novembre 2012 p. 17554 ; Décret : D. n° 2012-1243, 8 nov. 2012, JORF n°0261 du 9 novembre 2012 p. 17557, article 2, II. Article D.411-4 du Code monétaire et financier. Sur la transposition de Prospectus 2 : STORCK Stéphane, *La directive Prospectus 2010/73 enfin transposée dans le Code monétaire et financier*, Dr. sociétés, n° 1, Janvier 2013, comm. 11.

⁵⁴⁸ Voir *supra* n°96.

⁵⁴⁹ L'exemption propre aux Placements de faible montant à l'article L.411-2, II, 1° du Code monétaire et financier applicable sous le régime mis en place par la loi Breton. Sous le régime du règlement du 92-02 et du règlement 98-08 les Placements à faible montant étaient simplement dispensés de prospectus. L'article 4, b) du règlement n°98-08, article 4, b) exemptait les offres inférieures à 40 000 euros et l'article 3, b) du règlement n°92-02 exemptait les offres d'une valeur inférieure à 250 000 francs.

⁵⁵⁰ En cas d'offre portant sur les instruments ne représentant pas plus de 50% du capital de l'émetteur.

⁵⁵¹ Article 211-2, 1° et 2° du Règlement général de l'AMF. Sur ce point : AMF, Instruction n°2005-11 du 13 décembre 2005, relative à l'information à diffuser en cas d'offre au public ou d'admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé, mis en ligne le 21 décembre 2005, modifiée le 6 avril 2009, p. 8.

⁵⁵² Article 211-2, 1° du Règlement général de l'AMF (issu de l'Arrêté du 14 juin 2012 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers). Ce seuil concerne les offres dont les titres financiers ne représentent pas plus de 50% du capital. Un seuil différent (2 500 000 euros) était applicable en cas d'admission à la négociation sur un marché réglementé au sein de l'article 211-2, 1° du Règlement général. CARDON C., DURAND Q., « *Nouveau règlement prospectus : vers plus de flexibilité pour les émetteurs ?* » ; op.cit., n°22; VABRES Régis, « *Admission aux négociations. Offre au public, Prospectus* », op.cit., p. 26 et 27.

Nous noterons enfin un apport important de l'ordonnance de 2009⁵⁵³ : c'est en effet l'ordonnance de 2009 qui a conféré explicitement la possibilité à la SAS de procéder à des opérations de Placement privé, changement d'une importance majeure au regard des PME et des *start-up*⁵⁵⁴.

Plus récemment c'est l'ordonnance du 1er octobre 2019⁵⁵⁵, transposant les dispositions de Règlement prospectus, qui a introduit des mesures transformant encore une fois le champ des offres exemptées de prospectus.

2) *Les réformes récentes et le régime actuel des opérations de Placement*

98 La réforme opérée par le Règlement prospectus. La refonte de la réglementation prospectus en droit français, qui a eu lieu après la publication de la directive et du Règlement prospectus, a apporté des modifications significatives au régime des exemptions prévues par la directive précédente⁵⁵⁶.

⁵⁵³ Ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière.

⁵⁵⁴ Il convient de noter, que dès sa création et même en absence de dispositions claires, le financement d'une société sous forme SAS semblait possible via placement privé. La loi ne consacra toutefois pas que 15 ans après de la création de cette forme sociale (par la loi no 94-1, 3 janv. 1994, instituant la société par actions simplifiée) l'accès de la SAS aux Placements privés de manière explicite. Sur l'incertitude au regard du Placement privé et le SAS avant 2009 : PRIEUR J., « *Quelles structures juridiques pour la création d'entreprise innovante ?* » Dr. et patrimoine, n° 96, 1er septembre 2001, p.82. VELARDOCCIO D., « *Une innovation inattendue : la réforme de la SAS* », Rev. Lamy dr. aff., n°20, 1er octobre 1999. L'ouverture de la possibilité pour une SAS de procéder à un Placement privé : Article L.227-2 du Code de commerce. Sur ce point : DEVÈZE J., et al., « *Autorisations liées aux offres portant sur les titres émis par une société par actions simplifiée* », 761, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022 ; FERRERE R., TESSLER V., « *L'accès des SAS au marché obligataire* », Option fin., 24 mars 2014.

⁵⁵⁵ Transposé par l'Ordonnance n° 2019-1067 du 21 octobre 2019 modifiant les dispositions relatives aux offres au public de titres.

⁵⁵⁶ MULLER A.-C., « *Offre au public, Prospectus* », Rev.soc., 2020, p.55 ; FRANCOIS B., « *Les nouveaux modes de sollicitation des investisseurs* », Rev. soc., 2019, (630-639), n°8 et s.

Le Règlement prospectus entré en vigueur en 2017⁵⁵⁷ a élargi la notion de l'offre au public, de sorte qu'aujourd'hui, en droit français, certaines opérations non soumises à l'établissement d'un prospectus sont qualifiées d'Offre au public de titres financiers⁵⁵⁸. Les changements n'ont cependant pas modifié le périmètre réel des dérogations existantes à l'obligation d'établir un prospectus et les émetteurs tombant dans le champ d'application de ces exemptions bénéficient toujours d'une absence d'obligation d'établir un document d'information.

L'avènement du nouveau régime, issu du Règlement prospectus, n'a par ailleurs pas amélioré la clarté de la notion de l'offre au public de titres. Certaines opérations, notamment celles destinées à un cercle restreint d'investisseurs ou à certaines catégories d'investisseurs, ne semblent pas être destinées au « *public* ». Or, ces opérations se trouvent désormais dans le champ d'application de l'Offre au public de titres. Cela introduit une ambiguïté théorique au regard de la définition du Placement privé, qui, n'existe, par ailleurs, toujours pas dans les textes législatifs ou réglementaires français⁵⁵⁹.

Le Règlement prospectus a toutefois également apporté des changements positifs au regard des jeunes entreprises innovantes. Ces modifications concernent notamment l'ouverture des Placements aux formes sociales privilégiées par les PME innovantes, aux SAS et aux SARL. Les opérations énumérées dans le 1^o de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier concernent désormais « *toutes personne ou entité* »⁵⁶⁰ y compris les SARL et les SAS.

⁵⁵⁷ Règlement (UE) 2017/1129.

⁵⁵⁸ Article 1, 4. du Règlement (UE) 2017/1129 (l'article L.411-2 du Code monétaire et financier a été modifié l'Ordonnance n° 2019-1067 du 21 octobre 2019 modifiant les dispositions relatives aux offres au public de titres). Sur ce point : CHEVANET G., « *Réforme des offres au public de titres : des effets « indirects » du règlement Prospectus en droit interne* », Rev. Lamy dr. aff., n°155, 1^{er} janvier 2020, (p.16-20), spéc. section I. CABOSSIORAS S., « *La réforme du régime des offres au public de titres : une meilleure articulation avec le droit européen* », op.cit., section II.

⁵⁵⁹ PITREANCOSTA A., DES GROTTES M., « *La notion de "placement privé" abolie par le règlement Prospectus du 14 juin 2017 ?* », Bull. Joly Bourse, n° 117g7, 1^{er} janvier 2018, , p. 60 et s., n°5 et s.

⁵⁶⁰ Article L.411-2, al. 2 du Code monétaire et financier. DAGRE J.-J., « *Ordonnance Prospectus, la logique a emporté* », 1er novembre 2019, Bull. Joly Bouse, p. 63, n°7.

En effet, selon le nouveau dispositif, la SARL pourrait désormais procéder à un Placement privé obligataire au sens du 1^o de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier, donc à une offre destinée à un cercle restreint d'investisseurs ou à une offre destinée à des investisseurs qualifiés⁵⁶¹. Il est toutefois regrettable que les offres effectuées à travers les plateformes de financement participatif⁵⁶² restent, dans une grande mesure, toujours fermées aux SARL.

La SAS, *a contrario*, bénéficie de l'ensemble des dérogations prévues dans le cadre de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier⁵⁶³, y compris les dérogations liées au financement participatif, à l'exception des dispositions liées aux Placements de faible montant⁵⁶⁴. Ce changement améliore l'articulation entre le financement participatif et les formes sociales privilégiées par des jeunes entreprises innovantes.

Enfin, le Règlement prospectus a également apporté un changement favorable au regard du régime juridique du Placement de faible montant. Le règlement a rehaussé le seuil applicable à ces offres à 8 000 000 euros⁵⁶⁵.

⁵⁶¹ Article L.223-11, al. 1 du Code monétaire et financier.

⁵⁶² L.411-2, 2^o Code monétaire et financier.

⁵⁶³ L.411-2 1^o et 2^o et 3^o du Code monétaire et financier et article L227-2 du Code de commerce. Sur ce point : DONDERO B., GILBERT F., « *Marché financier, Réforme de l'offre au public de titres : il faut que tout change pour que rien ne change* Ord. n° 2019-1067, 21 oct. 2019 ; D. n° 2019-1097, 28 oct. 2019 », JCP En° 3, 16 Janvier 2020, 1017, p. 43, n°25.

⁵⁶⁴ LE NABASQUE H., « *Réforme de l'offre au public de titres financiers : impact pour les sociétés qui ne peuvent pas offrir au public leurs titres financiers* », Bull. Joly Sociétés, n°12, p. 53, 2019, p. 57 ;

⁵⁶⁵ Dans le régime actuel, les États membres doivent exempter d'établissement de prospectus les émissions inférieures à 1 000 000 d'euros à la place du 1 00 000, sur 12 mois (applicable dans le cadre du régime antérieur). Cependant les États de l'Union européenne ont la marge de manœuvre de fixer le seuil d'exemption d'1 000 000 et jusqu'aux 8 000 000 d'euros maximum (article 221-2, I du Règlement général de l'AMF). S'agissant du seuil des offres au montant réduit la France a opté par ailleurs pour ce montant maximal proposé par le règlement. CARDON C., DURAND Q., « *Nouveau règlement prospectus : vers plus de flexibilité pour les émetteurs ?* » ; op.cit., n°22 ; DONDERO B., BENTEUX G., BAYARD-BRUNEAU V., PICARD-CORBET V., GILBERT F., HADJADJ L., JABOULEY T., LEFAILLET C., RICARD L.-N., « *Droit boursier et des marchés* », JCP E, 1182, n° 15, 11 Avril 2019, p. 34, n°10 ; « *Application du nouveau règlement Prospectus : Consultation sur des modifications du Règlement général de l'AMF et instruction* », JCP E, n°24 14 juin 2018, act. 477. Le Règlement

Si les évolutions récentes des notions de l’APE et de Placement semblent favorables aux jeunes entreprises innovantes, il convient également d’examiner si la réglementation actuelle ne présente pas des obstacles insurmontables pour les *start-up* souhaitant lever des fonds par Offre au public de titres.

B) Placement : un moyen de financement réellement adapté aux *start-up* ?

99 Les diverses formes de Placement. Les opérations de placement à faible montant ainsi que de Placement privé sont susceptibles de prendre des formes très variées et peuvent présenter des atouts pour les *start-up*⁵⁶⁶. Le *crowdequity* et le *crowdfunding* constituent des bonnes illustrations de l’adaptation des opérations de faible montant aux *start-up*. Si d’autres *business model*, au-delà de celui du *crowdfunding*, restent également concevables le cadre juridique actuel du démarchage est susceptible limiter le champ des possibilités au Placement privé. En effet, l’interdiction du démarchage qui porte sur les titres financiers non cotés est seulement levée en présence d’investisseurs qualifiés⁵⁶⁷. Nous examinerons ci-dessous l’une des formes courantes des opérations de Placement privé : le Placement privé de titre de créance.

100 Le cas du Placement privé des titres de créance. Certaines formes existantes de Placement privé ne semblent pas forcément adaptées aux jeunes entreprises innovantes,

prospectus a toutefois également imposé le dépôt d’un document d’information synthétique « DIS » à l’émetteur (en France il s’agit de l’AMF) qui présente des caractéristiques de l’opération de l’émetteur (article 212-43 et s. du Règlement général de l’AMF). Le contenu du document est similaire au document d’information réglementaire synthétique (ci-après « DIRS ») qui doit être communiqué préalablement aux offres des titres à travers des plateformes de financement participatif. Modification du RGAMF concernant le seuil d’établissement du prospectus, Bull. Joly Bourse, n°05, p. 289, 1^{er} septembre 2018. L’instruction AMF relative au DIS : Instruction AMF, DOC-2018-07, Informations à fournir aux investisseurs dans le cadre d’une offre ouverte au public d’un montant inférieur à 8 millions d’euros. Sur ce sujet : RAVEL D’ESCLAPON T., RONTCHEVSKY N., STORCK M., « Loi PACTE : innovations et modifications en matière de droit financier », RTD com. 2019. (p. 713 à 739), section I.

⁵⁶⁶ BOURDEAUX G., « Le vecteur du placement privé », RDBF n° 3, Mai 2018, (p.80-83), dossier 16.

n°1

⁵⁶⁷ Cette exemption est abordée *supra* n°88.

même s'ils sont susceptibles de présenter une charge moins importante du point de vue des jeunes pousses qu'une opération IPO.

Il est possible de faire mention à ce titre du moyen de financement semi-obligataire développé en Allemagne, le *schuldschein*, qui est devenu « *un instrument de financement incontournable du marché du crédit des PME allemande* ». ⁵⁶⁸ En France, les émissions obligataires sous forme de Placement privé sont apparues récemment sous la forme des Euro PP qui semblent également présenter une opportunité pour les PME.

569

Ces opérations sont souvent dirigées par un syndicat de placement, composé généralement de banques d'investissement, Le syndicat évalue la qualité du projet et mène son *due diligence* sur la situation financière de l'émetteur ⁵⁷⁰ et ses membres. Le syndicat dans le Placement privé obligataire est souvent également dirigé par un chef de file. Le placement des obligations requiert en outre la participation d'un teneur de registre (*fiscal agent*), d'un agent de calcul chargé du calcul des modalités de remboursement des obligations (*calculation agent*) et, en cas d'options particulières, la présence d'un agent chargé des options de remboursement (*put agent*) exerçant une activité de placement ⁵⁷¹. A la différence du placement de titres de capital l'émetteur

⁵⁶⁸ CUNY DE LE VERRYERE A., « *Le crédit semi-obligataire : un instrument de financement d'origine allemande adapté aux PME françaises* », Bull. Joly Bourse, n°03, 1^{er} mars 2013 (p. 152 à 154), p. 1.

⁵⁶⁹ BARRIERE F., « *Titres de créances-les titres de dette vers un développement du marché des Euro PP* », RDBF, n° 2, mars-avril 2019 (p.55 à 110). Le marché des Euro PP existe depuis 2012 en France. Si la taille moyenne de émissions Euro PP est de 20 à 40 millions les émissions Euro PP peuvent également avoir pour objectif d'une levée de fonds moindre, de 5 à 10 millions d'euros (également appelés « mini PP »). S'agissant de la souscription : les Euro PP sont destinés à une catégorie d'investisseurs pouvant effectuer des diligences nécessaires sur le produit et l'entreprises émettrice en question. Les Euro PP n'étant habituellement pas notées.

⁵⁷⁰ Le détail de l'analyse menée dans le cadre d'un Placement privé Euro PP : GALANTI S., LAZAR I., « *Euro PP: comment situer le Placement Privé parmi les modes de financement des PME-ETI* ? », op.cit. ; BONNEAU T., PAILLER P., ROUAUD A., TEHRANI A., VABRES R., *Droit financier*, op.cit., p. 631, n°945.

⁵⁷¹ BARRIERE F., « *Titres de créances, Les titres de dette : vers un développement du marché des Euro PP ?* » RDBF, n°2, 1^{er} mars 2019, (p. 81 à 85), n°17 ; SEBIRE M.-E., « *Le placement de l'emprunt obligataire* », RDBF n° 1, Janvier 2014, dossier 3, p. 2, n°10 et s.

lui-même doit faire l'objet d'une notation, qui conditionnera en grande partie la décision des investisseurs⁵⁷². La nécessité d'une notation impose aux émetteurs une évaluation similaire qu'en cas de recours à un crédit bancaire. Toutefois, contrairement à une opération de crédit l'évaluation la notation semble être réalisée par un organisme extérieur, ce qui semble particulièrement inadapté aux jeunes entreprises innovantes, ces dernières ayant un profil de risque généralement élevé et un historique financier insuffisant⁵⁷³.

Les contrats de Placement privé de titres de créance, impliquent en pratique le recours à certaines clauses qui imposent à l'émetteur des exigences contraignantes. Il s'agit notamment des clauses de *pledge* et de *negative pledge*⁵⁷⁴. Tandis que par la première l'émetteur s'engage à traiter les porteurs d'obligations de la même manière, par la seconde il s'interdit de consentir des sûretés à des tiers. Ces clauses sont accompagnées par des *financials covenants*⁵⁷⁵ qui consistent à imposer le respect de certains ratios à l'émetteur. Il s'agit notamment des ratios de *gearing*⁵⁷⁶, du ratio levier et du ratio de couverture⁵⁷⁷. Le non-respect de ces obligations fait encourir un risque de remboursement anticipé à la société émettrice. D'autres clauses sont également très fréquemment utilisées lors des Placements privés obligataires, tels que les clauses limitant la possibilité du recours aux nouveaux emprunts, de céder certains actifs, de modifier la forme sociale ou encore de procéder à une fusion⁵⁷⁸. Ces clauses, qui ont pour conséquence de rigidifier la structure sociale des entreprises émettrices et de

⁵⁷² SEBIRE M.-E., « *Le placement de l'emprunt obligataire* », op.cit. p. 2 et 3, n°16 et s. ; SEBIRE M.-E., FERRÈRE R., TESSLER V., « *La documentation de l'emprunt obligataire* », RDBF n° 1, Janvier 2014, dossier 4, p. 2, n°7. A voir également : SEBIRE M.-E., « *Titre obligataire et émission d'obligations* », op.cit.

⁵⁷³ En ce sens : SEBIRE M.-E., « *Le placement de l'emprunt obligataire* », op.cit. p. 2 et 3, n°16

⁵⁷⁴ SEBIRE M.-E., FERRÈRE R., TESSLER V., « *La documentation de l'emprunt obligataire* », op.cit., p. 2, n°7.

⁵⁷⁵ Ibidem, p. 3, n°15 et s.

⁵⁷⁶ Ibidem, p. 3, n°17 (il s'agit d'un ratio basé sur le rapport entre la dette financière nette et les capitaux propres).

⁵⁷⁷ Ibidem (il s'agit d'un ratio basé sur le rapport entre les frais financiers et le résultat d'exploitation).

⁵⁷⁸ Ibidem. p. 3, n°18.

limiter les possibilités futures de financements, semblent clairement inadaptées aux jeunes entreprises innovantes.

Le Placement privé des obligations demeure une possibilité seulement théorique pour la plupart des *start-up* et paraît un outil efficace seulement pour les entreprises disposant d'un historique financier stable, ainsi qu'aux acteurs capables d'assumer un *monitoring* permanent de leur performance.

Le Placement privé trouve cependant son utilité également dans un contexte d'introduction sur un SMN. Comme nous le verrons, les *start-up* ont la possibilité de procéder à des opérations de Placement privé, à la place de l'Offre au public de titres soumise à la publication d'un prospectus sur certains marchés français. Avant d'aborder cette question, il convient néanmoins d'examiner les contraintes qui résultent de l'admission à la négociation du point de vue des jeunes entreprises innovantes.

Section II : L'admission à la négociation : une réelle opportunité pour les *start-up* ?

101 Les avantages de la cotation sur une plateforme de négociation. Les obligations juridiques pesants sur une société cotée sur un marché réglementé ou SMN diffèrent fondamentalement de celles d'une société non cotée⁵⁷⁹. Ce postulat nous conduit à nous interroger sur les impacts d'une telle différence de régime sur le financement des *start-up*.

En effet, les jeunes pousses dont les titres sont cotés sur un marché réglementé ou sur un SMN, bénéficient de nombreux avantages sur le plan du financement. La présence d'une société sur les marchés financiers est susceptible de lui conférer une visibilité plus importante et les règles spécifiques à ces marchés permettent un échange plus aisé de leurs titres financiers⁵⁸⁰, dont la meilleure circulation contribue à l'augmentation de la valorisation de la société. L'admission à la négociation des titres émis par une société semble dès lors contribuer à sa croissance rapide, ce qui est l'une des besoins essentiels des *start-up*.

Cette croissance rapide n'est toutefois que l'un des besoins fondamentaux des jeunes entreprises innovantes. Il convient donc d'examiner si l'admission à la négociation est compatible avec les autres caractéristiques des *start-up*, à savoir leur jeunesse et leur caractère innovant.

⁵⁷⁹ Sur les conditions de l'admission à la négociation : article L.421-14 du Code monétaire et financier et s. créés par l'ordonnance n°2007-544 du 1 avril 2007 (Ordonnance n°2007-544 du 12 avril 2007 relative aux marchés d'instruments financiers). Le cadre juridique actuel trouve sa source au sein de la Directive 2001/34/CE du Parlement Européen et du Conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs qui a remplacé les directives n° 79/279/CEE du Conseil du 5 mars 1979 portant coordination des conditions d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs directive n° 82/121/CEE du Conseil du 15 février 1982 relative à l'information périodique à publier par les sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs.

⁵⁸⁰ BOUTHINON-DUMAS H., *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, LGDJ, 2007, p. 146 et 167.

102 Les contraintes liées à la cotation sur une plateforme de négociation. Les avantages relatifs à la cotation induisent des contraintes réglementaires importantes. Lesdites contraintes peuvent être de nature très hétérogène. Ces dernières, qui comprennent des exigences conditionnant l'admission à la négociation, des obligations de *reporting* permanent et périodiques et des contraintes propres au droit des sociétés cotées, n'ont pas subi de changement au cours des dernières années (même si l'organisation et la réglementation des marchés financiers était à cette époque sensiblement différente).

Les marchés financiers français ont été historiquement soumis à une obligation de concentration d'ordres qui excluait toute concurrence entre marchés réglementés⁵⁸¹. Les marchés « *de gré à gré* » ou « *organisés* » (notamment le hors-cote) ne pouvaient exister « *qu'en marge de la Bourse* »⁵⁸² jusqu'à la transposition de la directive 2004/39/CE⁵⁸³ (ci-après « *Directive MIF I* ») qui a mis fin à la concentration des ordres⁵⁸⁴.

Parallèlement à ce changement structurel, les Directives MIF I et II ont harmonisé la terminologie employée pour définir les différentes catégories des marchés (appelées aujourd'hui « *plateformes de négociations* ») qui désignent aujourd'hui les marchés réglementés, les SMN et les SON⁵⁸⁵.

⁵⁸¹ ROUAUD A.-C., « *Marchés réglementés et autres plateformes de négociation* », Études Joly Bourse, date d'actualisation 15 février 2022, n°4.

⁵⁸² Ibidem.

⁵⁸³ Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil.

⁵⁸⁴ La directive DSI de 1993 n'a pas changé la tendance centralisatrice des marchés financiers français. En effet, la directive et sa transposition en droit français, la loi MAF (loi n°96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières), portaient seulement sur les règles applicables aux marchés réglementés. Sur la directive MIF I et la fin de la centralisation des ordres : ARSOUZE C., « *Marchés financiers, applications, négociations de blocs après la directive MiF* », Bull. Joly Bourse, n°5, 1er octobre 2008, p. 423; DEVÈZE J. et al., « *Classification statutaire : marchés réglementés et marchés de gré à gré* », 767, Lamy droit du financement, date d'actualisation 12 décembre 2022 ; ROUAUD A.-C., « *Marchés réglementés et autres plateformes de négociation* », op.cit., , n°4.

⁵⁸⁵ Le terme Cote officielle a été progressivement et dans une grande mesure remplacé par celui de marché réglementé à compter des années 1990 à la suite de la transposition de la directive DSI

Dans le cadre de notre étude nous nous concentrerons sur les contraintes relatives à l'admission à la négociation. Néanmoins, nous procéderons à des comparaisons historiques ponctuelles avec la réglementation antérieure si une telle comparaison historique semble présenter un intérêt didactique.

Afin de répondre de la question de compatibilité entre la notion de la *start-up* et l'admission à la négociation sur un marché, il convient d'examiner, dans un premier temps, quelles les contraintes auxquelles les *start-up* doivent faire face à l'occasion de l'admission à la négociation sur un marché réglementé (1§) puis quels sont les allègements apportés par la réglementation afin de favoriser le financement des PME et les marchés adaptées en France au financement des jeunes pousses (2§).

1§) Les principales contraintes du point de vue des start-up

103 Les différents types de contraintes pesant sur les PME dont les titres sont admis à la négociation. Les contraintes associées à l'admission à la négociation des titres d'une

(Directive 93/22/CEE du Conseil, du 10 mai 1993, concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, 10 mai 1993, article premier, 13) même si la notion du cote officiel et marché réglementé coexistent encore en droit européen. Sur la disparition de l'expression « *cote officielle* » : Admission de valeurs mobilières à la cote officielle et information à publier sur ces valeurs (Synthèse de la Directive 2001/34/CE). Les systèmes permettant une négociation multilatérale des titres financiers. Les systèmes multilatéraux d'échanges d'instruments financiers couvraient d'abord les marchés réglementés et le SMN au sein de la Directive MIF I (article 4, et 4, 15 de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil) et après l'entrée en vigueur de MIF II également les SON (directive 2014/65/UE, Article 4, 1., 23). Ordonnances de transposition : Transposition de la Directive MIF I et la définition du marché réglementé ainsi que le système multilatéral de négociation : Ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 relative aux marchés d'instruments financiers, JORF n°87 du 13 avril 2007 p. 6749 ; Transposition de la Directive MIF II et l'ensemble des systèmes multilatéraux : Ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers, JORF n°0146 du 24 juin 2016.

société sont multiples. Si le cadre juridique actuel ne semble pas faire obstacle à la cotation des jeunes entreprises innovantes, il convient de souligner que les obligations d'information et de transparence sont susceptibles de présenter un obstacle très difficilement surmontable pour la majorité des PME.

Dans le cadre de notre analyse, il semble important d'examiner, dans un premier temps, les conditions de l'admission à la négociation (A). Il convient d'aborder par la suite les obstacles potentiels auxquels se heurtent les jeunes entreprises innovantes doivent faire face après l'admission de leurs des titres sur un marché réglementé ou sur un SMN (B).

A) Les conditions de l'admission à la négociation relativement contraignantes pour les *start-up*

104 Les contraintes liées à l'admission à la négociation sur le plan juridique et en la pratique. Il est d'abord nécessaire d'examiner le cadre juridique relatif aux conditions liées à l'admission à la négociation des titres de sociétés (1), afin d'aborder dans un second temps l'application des conditions dans la pratique par examinant les critères d'admission d'Euronext Paris (2).

1) Une réglementation contraignante applicable aux marchés réglementés

105 Une procédure contraignante sur le plan réglementaire. Les sociétés sollicitant une admission à la négociation de leurs titres sur la Cote officielle (devenue plus tard le Premier marché) faisaient face à des contraintes similaires à celles connues aujourd'hui par

les sociétés souhaitant introduire leur titre sur un marché réglementé⁵⁸⁶ (sur certains points le cadre juridique antérieur était, en effet, plus exigeant que le cadre juridique actuel⁵⁸⁷).

Aujourd'hui, les émetteurs qui souhaitent demander une admission à la négociation sur un marché réglementé doivent, en principe, publier un prospectus⁵⁸⁸. L'opérateur d'un marché réglementé, l'entreprise de marché, doit examiner la situation de l'émetteur en fonction des informations communiquées dans le document d'information avec une attention particulière aux « *données financières historiques* »⁵⁸⁹. C'est *in fine* l'entreprise de marché qui décide de l'admission à la négociation conformément aux règles du marché⁵⁹⁰.

⁵⁸⁶ Pour introduire leurs titres sur la cote officielle les entreprises devaient disposer d'une capitalisation minimale d'un million d'unité de compte européennes sous le régime du règlement COB n°87-01 (arrêté du 20 février 1987 portant homologation d'un règlement n°87-01 de la commission des opérations de bourse, article 14). L'admission devait être accompagnée par une diffusion minimale de titres (25% du capital de la société devaient être mis à la disposition du public) (article 19 de l'arrêté du 20 février 1987) et après avoir déposé les comptes annuels des trois années précédentes de l'admission (article 15 du 20 février 1987). Ces conditions ont été maintenues, pour la plupart d'entre elles, au sein du règlement COB 88-03 qui a été homologué par l'arrêté du 6 juillet 1988 (article 3.1.1.1 : publication des comptes des trois derniers exercices certifiés ; article 3.1.1.4 : diffusion minimale des titres du règlement COB 88-03). Les exigences résultant des règlements de la COB étaient conformes aux exigences résultant de la directive européenne du 5 mars 1979 qui imposait des exigences similaires (Directive 79/279/CEE du Conseil, du 5 mars 1979, portant coordination des conditions d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs, (annexe, schéma A, 2 portait sur la capitalisation minimale et l'article 4 sur la diffusion des actions). Cette directive a été suivie par la directive « listing » (Directive 2001/34/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs).

⁵⁸⁷ En sus de ces obligations qui sont également présentes dans le cadre juridique actuel le règlement de la COB (i) a imposé aux émetteurs des obligations de certification des comptes des deux dernières exercices (article 23 de l'arrêté du 20 février 1987 et article 3.1.1.1 du règlement COB 88-03) et (ii) a exigé une visite de la COB dans les locaux de la société (article 24 arrêté du 20 février 1987).

⁵⁸⁸ Règlement (UE) 2017/1129, article 3, 3.

⁵⁸⁹ Règlement délégué (UE) 2017/568 de la commission du 24 mai 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant l'admission des instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé, article 2, 1., a).

⁵⁹⁰ Article L.421-14, I du Code monétaire et financier.

Outre ces conditions, les émetteurs sont soumis à des obligations relatives à l'opération d'émission des titres⁵⁹¹. Les sociétés doivent procéder à une diffusion d'un pourcentage minimal (25%) des titres sur le marché et disposer d'une capitalisation boursière d'au moins un million euros⁵⁹². Enfin, la société cherchant à introduire ses titres sur le marché réglementé « *doit avoir publié ou déposé ses comptes annuels relatifs aux trois exercices précédents à la négociation sur la cote officielle* »⁵⁹³.

106 Les avantages propres aux marchés non-réglementés. Nous notons enfin, que les règles applicables aux marchés réglementés, en matière d'admission à la négociation, ne semblent pas s'appliquer à d'autres catégories de plateforme de négociation, comme les SMN. Aujourd'hui, les règles relatives à l'admission à la négociation sur un SMN semblent entièrement déterminées par la plateforme, qui peut notamment accepter à la négociation des titres dont l'émission n'a pas fait l'objet de prospectus⁵⁹⁴ mais qui ont été offerts à des investisseurs dans le cadre d'un Placement privé. Nous détaillerons les avantages résultant de la flexibilité des marchés non-réglementés au sein d'une partie dédiée dans la présente Section⁵⁹⁵.

2) Les contraintes liées à l'admission à la négociation en pratique : les critères fixés par Euronext Paris

107 Les règles de marché d'Euronext Paris. Euronext Paris, est l'héritier de la Compagnie nationale des agents de change et de la Société de bourse de Paris⁵⁹⁶, Euronext

⁵⁹¹ Ces contraintes s'appliquent aux émetteurs cherchant à introduire leur titre sur la cote officielle et résultent de la directive 2001/34/CE du Parlement Européen et du Conseil du 28 mai 2001. De notre point de vue les dispositions de cette directive s'appliquent seulement aux marchés réglementés et non pas aux SMN.

⁵⁹² Directive 2001/34/CE du Parlement Européen et du Conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs, article 43, 1.

⁵⁹³ Directive 2001/34/CE, article 44.

⁵⁹⁴ Règlement (UE) 2017/1129, consid. 14.

⁵⁹⁵ Il s'agit du paragraphe 2 de la présente Section.

⁵⁹⁶ LAGNEAU-YOMONET P., RIVA A., « *La bourse dans une économie financiarisée* », IV. Le grand renversement ; V. Encadrement et décloisonnement (1945-1988) Splendeurs et misères de l'économie administrée in : *Histoire de la Bourse*, 2012, p. 89 à 102.

Paris SA (ci-après « *Euronext Paris* ») constitue le principal marché réglementé français aujourd'hui⁵⁹⁷. Dans la présente section, il convient d'examiner les règles de marché d'Euronext Paris afin de comprendre dans quelle mesure celles-ci s'avèrent contraignantes pour les jeunes pousses.

108 Les conditions liées à l'admission à la négociation sur un marché réglementé : les règles d'admission d'Euronext Paris. L'admission à la négociation des titres financiers dépend, avant tout, des règles du marché sur lequel l'émetteur souhaite introduire ses titres à la négociation. S'agissant des marchés réglementés français, il convient d'étudier les règles du marché Euronext Paris dans le cadre de la présente thèse.

L'introduction des titres financiers sur Euronext Paris est soumise à deux types conditions : à des conditions générales et des conditions spécifiques. Les conditions générales⁵⁹⁸ contiennent des obligations relatives au statut juridique de l'émetteur, aux réglementations en vigueur et concernent également les procédures post-marchés. Les titres ne doivent en outre pas être soumis à des restrictions quant à leur transférabilité ou à leur négociabilité. En outre les titres doivent être de même catégorie et conférer des droits identiques⁵⁹⁹ (ce qui limite fortement l'organisation de la gouvernance de la société à travers des pactes d'actionnaires).

Les règles d'Euronext Paris contiennent également des conditions particulières⁶⁰⁰ qui s'appliquent aux titres financiers en fonction des caractéristiques de ces derniers. S'agissant des titres de capital une première condition concerne la quantité des titres diffusés au public. Ce pourcentage est de 25% de l'ensemble des titres de capital

⁵⁹⁷ La société figure sur la liste des marchés réglementés agréés par l'AMF, *La liste des plates-formes de négociation agréées en France*, date de mise à jour : 12 mai 2023.

⁵⁹⁸ Euronext, Règles de marché d'Euronext, Livre I : Règles harmonisées, 22 novembre 2019, n°6201 et s.

⁵⁹⁹ BONNEAU T., PAILLER P., ROUAUD A., TEHRANI A., VABRES R., *Droit financier*, op.cit., p. 735, n°1096.

⁶⁰⁰ Euronext, Règles de marché d'Euronext, Livre II : Règles particulières applicables aux marchés réglementés français, date d'émission : 2 juillet 2019.

souscrit de l'émetteur⁶⁰¹. Ce premier critère peut s'avérer contraignant du compte tenu notamment de la dilution - potentiellement - importante de la *start-up*. Pour ces raisons les règles d'Euronext Paris prévoient que le marché d'Euronext compétent pourra prévoir un pourcentage « *plus faible au vu du nombre élevé de Titres concernés et de leur répartition dans le public. Un tel pourcentage réduit ne pourra toutefois être inférieur à 5% du capital souscrit représenté par la catégorie de Titres concernée et il devra représenter une valeur d'au moins cinq (5) millions d'euros sur la base du prix de souscription* »⁶⁰².

Le second critère concerne l'historique des comptes de l'émetteur : ce dernier doit disposer des états financiers consolidés des trois derniers exercices précédant la demande d'admission (le cas échéant audités, publiés ou déposés auprès des organismes compétents).⁶⁰³

Puisque cette dernière condition est susceptible d'empêcher les jeunes entreprises à fort potentiel de croissance d'accéder au marché, des dérogations ont été mises en place eu égard à l'historique financier de l'émetteur. En cas de dérogation accordée à cette exigence, Euronext Paris doit avoir la capacité de former une opinion sur la base du bilan, du compte de résultat, de la situation financière et des perspectives d'activité de la société⁶⁰⁴. Euronext peut par ailleurs « *subordonner l'admission à des conditions supplémentaires portant sur la capitalisation boursière, les fonds propres ou un blocage de titres ou toute autre condition fixée au moment de l'admission* ». ⁶⁰⁵

Enfin, en cas de demande d'admission d'un titre de créance, l'émetteur est soumis à des conditions particulières. Ces conditions concernent la valeur nominale des obligations émises par la société. L'émetteur doit offrir au public des titres de créances pour un montant minimum de 5 millions d'euros en cas d'Offre au public, soumise à la publication d'un

⁶⁰¹ Euronext, Règles de marché d'Euronext, Livre I : Règles harmonisées, op.cit., n° 6302/1.

⁶⁰² Ibidem.

⁶⁰³ Ibidem.

⁶⁰⁴ Ibidem., n° 6302/2.

⁶⁰⁵ Ibidem.

prospectus, et pour un montant de 200 000 euros en l'absence d'Offre au public soumise à la publication d'un prospectus. Enfin, en cas de demande émanant d'une PME⁶⁰⁶, celle-ci est tenue de rendre publique une notation la concernant ou concernant l'émission⁶⁰⁷.

Eu égard à ce qui précède, les conditions de l'admission à la négociation sur les marchés réglementés semblent aujourd'hui être une réelle contrainte pour les jeunes entreprises innovantes. De notre point de vue, l'admission à la négociation ne constitue pas une contrainte insurmontable pour les jeunes pousses souhaitant introduire leurs titres sur une plateforme de négociation. Les charges financières que suppose l'admission à la négociation résultent toutefois, dans une grande mesure, des règles applicables aux entreprises après l'admission à la négociation.

B) Les contraintes pesant sur les PME après l'admission à la négociation

109 Les différents types de contraintes pesant sur les PME après l'admission à la négociation. Les contraintes connues par les jeunes entreprises après l'admission à la négociation résultent, de notre point de vue, de deux types d'exigences : celles liées aux obligations d'informations permanentes et périodiques et celles résultant du cadre juridique rigide du droit des sociétés cotées en matière organisationnelle. Nous aborderons dans un premier temps les contraintes résultant des obligations d'information permanentes et périodiques.

110 Les contraintes résultant des obligations d'information et de l'encadrement des informations diffusées par la société. Les obligations de *reporting* qui pesaient sur les émetteurs dont les titres étaient admis à la Cote officielle comportent des similarités fortes avec celles que connaissent actuellement les émetteurs dont les titres financiers sont cotés sur un marché réglementé. Les émetteurs sur la Cote officielle étaient soumis à l'ensemble

⁶⁰⁶ La définition d'Euronext des PME est très large. Il s'agit des « sociétés présentant une capitalisation boursière de moins de 100 millions d'euros sur la base des cours de clôture des 30 derniers » (Euronext, Règles de marché d'Euronext, Livre I : Règles harmonisées, n° 6303/3).

⁶⁰⁷ Euronext, Règles de marché d'Euronext, Livre II : Règles particulières applicables aux marchés réglementés français, date d'émission : 2 juillet 2019, p. 4. L'admission doit également porter sur toutes les obligations émises par une société pari passu.

des obligations périodiques et permanentes résultant des règlements COB⁶⁰⁸ applicables à cette époque. Il s'agissait des obligations relatives aux franchissements de seuils⁶⁰⁹, aux offres publiques⁶¹⁰, aux obligations d'informations permanentes⁶¹¹ et de publicité des informations, des obligations portant sur la publication des pactes d'actionnaires⁶¹² et périodiques comprenant, de manière non exhaustive, les comptes annuels (comprenant le projet d'affectation des résultats et les comptes consolidés), le rapport d'activité semestriel et les chiffres d'affaire du trimestre écoulé⁶¹³. Ces obligations se sont considérablement alourdies après l'adoption des directives 2004/109/CE (ci-après « *Directive transparence* »⁶¹⁴) et 2003/6/CE (ci-après « *Directive abus marché* »⁶¹⁵) transposées en droit français par la loi de

⁶⁰⁸ DANG-TRAN M. C., « *Le contrôle de l'information financière i. le contrôle de l'information financière en France* », LPA, n°124, 16 octobre 1998, (p. 17), sections I et II ; DEZEUZE E., BOUAZIZ F., « *L'information financière du public et ses sanctions juridiques* », Legicom, n°19, 1999/3, p. 12 à 18.

⁶⁰⁹ COB, *Règlement COB 88-02 concernant l'information à publier lors des franchissements de seuils de participation dans le capital d'une société cotée*, JORF, 23 avril 1988, p. 5395 ; COB, *Règlement 97-01 relatif à la modification du règlement n°88-02 concernant l'information à publier lors de franchissement de seuil de participation d'une société cotée*, Bulletin COB, n°312 Avril 1997.

⁶¹⁰ COB, *Règlement n°89-03, offre publique de retrait, communiqué*, 17 juillet 2001.

⁶¹¹ COB, *Règlement 90-02 relatif à l'obligation d'information du public*, op.cit.

⁶¹² L'article 356-1-4 de la loi du 24 juillet 1966.

⁶¹³ Ces obligations étaient fondées sur les textes suivants : Article 341-1, al. 3 de la loi no 66-537 du 24 juillet 1966, articles 295 et s. du décret no 67-236 du 23 mars 1967 ; COB, *Règlement COB, 87-04 de la Commission des opérations de Bourse relatif à la publication du rapport et du tableau d'activité et des résultats semestriels sous forme consolidée*, Bulletin COB, n°211-COB février 1988. Publications de la COB synthétisant les différents textes : Publications légales Périodiques, Bulletin COB, n°339, Octobre 1999 ; COB, *Les publications périodiques cotées sur un marché réglementé*, Bulletin COB, n°295 Octobre 1995.

⁶¹⁴ Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE.

⁶¹⁵ Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) ; Modifiée par : Directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes. A noter que la Directive abus marché a été par la suite abrogée par le Règlement abus de marché au cours de l'année 2014 (sur ce point voir *infra* n°112).

Breton⁶¹⁶.

Nous notons néanmoins que la Directive transparence n'impose des obligations de *reporting* périodiques qu'aux émetteurs dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé.

Les SMN disposent, en effet, d'une marge de manœuvre importante dans l'organisation des obligations d'informations périodiques imposées aux émetteurs⁶¹⁷ (même si, aujourd'hui, les marchés de croissance des PME se trouvent également soumis à des obligations d'information périodiques)⁶¹⁸.

Les marchés réglementés ne disposent cependant pas d'une latitude aussi importante que les SMN. Les règles actuellement en vigueur applicables aux émetteurs sur Euronext Paris, qui est un marché réglementé, semblent imposer aux émetteurs l'ensemble des obligations de transparence applicables aux émetteurs cotés⁶¹⁹. Les règles d'Euronext Paris mentionnent, en particulier, que l'émetteur doit publier des informations sur les opérations sur titres⁶²⁰ et que ce dernier doit procéder à des informations périodiques « (*comportant rapports annuel et semestriel*), *auditée le cas*

⁶¹⁶ Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie. Un rapport relatif à la transposition de la directive et le règlement : MARINI P., *Projet de loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, rapport n°456, session extraordinaire 2004-2005*, Annexe au procès-verbal du 6 juillet 2005.

⁶¹⁷ La Directive transparence ne vise que les marchés réglementés (article 1, 1. de la directive 2004/109/CE) alors que le Règlement abus de marché (règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission vise dans article 2, b) « *les aux instruments financiers négociés sur un MTF, admis ou faisant l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un MTF* ».

⁶¹⁸ Nous aborderons en détail ces catégories de marchés dans le paragraphe 2 de la présente section.

⁶¹⁹ Cela ressort également du document publié par l'AMF récapitulant les obligations d'informations des émetteurs dont les titres sont admis à la négociation sur Euronext Paris ou sur Euronext Growth : AMF, *panorama synthétique des principales obligations des émetteurs - Guide à destination des ETI/PME Obligations sur les marchés Euronext et Euronext Growth (ex ALTERNEXT)*, octobre 2017

⁶²⁰ Euronext, Règles de marché d'Euronext, Livre I : Règles harmonisées, op.cit. n° 61004/1.

échéant, dans les délais attendus, en conformité avec le Droit communautaire ou la Réglementation nationale »⁶²¹.

111 Les contraintes résultant de la rigidité du droit des sociétés cotées. Au-delà des obligations informationnelles et de divulgation il convient d’insister sur certaines limitations du droit des sociétés cotées qui imposent des règles particulières et contraignantes aux entreprises dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur un SMN. Nous étudierons dans ce cadre l’encadrement du droit de vote par le droit français qui est susceptible de poser des difficultés à une grande majorité de jeunes pousses ainsi que les obligations relatives au contrôle interne et à la gestion des risques.

Il convient dans un premier temps d’examiner si les obligations pesantes actuellement sur les émetteurs cotés sont ou non contradictoires avec les caractéristiques des *start-up*. Nous aborderons dans un premier temps les principales obligations d’information permanentes et périodiques ainsi que les obligations relatives à la gestion de l’information qui nous paraissent difficilement conciliables avec l’état de maturité et les spécificités des jeunes pousses (1). Dans un second temps nous analyserons les contraintes liées à l’organisation des émetteurs qui souhaitent introduire leurs titres sur un marché réglementé (2).

1) Les contraintes résultant des obligations informationnelles et de l’encadrement des informations diffusées par la société

112 Les obligations d’information permanentes résultant du cadre réglementaire relatif aux abus de marché. Les obligations de diffusion des informations au public, applicables à tous les émetteurs cotés sur les marchés réglementés et SMN exploitées en France et au sein de l’Union européenne trouvent aujourd’hui leur source principale dans le Règlement abus de marché, adopté en 2014⁶²². Les émetteurs cotés sur des marchés réglementés et des SMN sont notamment tenus aujourd’hui à réaliser une communication au

⁶²¹ Ibidem, n° 61003/2.

⁶²² Règlement (UE) n° 596/2014.

titre d'information permanente et notamment rendre public les informations privilégiées⁶²³ de façon rapide⁶²⁴ et complète⁶²⁵. Pour être considérées comme des informations privilégiées les informations concernées doivent nécessairement comporter deux caractères : elles doivent être précises⁶²⁶ et exercer une influence sensible⁶²⁷ sur le cours des titres émis par la *start-up*.

L'information privilégiée couvre une réalité relativement large : sont privilégiées des informations sur la situation économique, financière et juridique de l'émetteur ou encore sa solvabilité, son chiffre d'affaires, la liquidité de ses titres, mais également sur la conclusion des contrats commerciaux, les partenariats ou d'une publication à venir⁶²⁸ y sont comprises. Il de notre point de vue possible que le lancement d'un nouveau produit ou qu'un retard important pris dans le développement du produit développé par la *start-up* relèvent de la catégorie d'information privilégiée. L'identification des événements concernés par l'obligation de diffusion, surtout en présence d'une jeune entreprise technologique⁶²⁹.

⁶²³ Règlement (UE) n ° 596/2014, Article 17.1.

⁶²⁴ Ibidem.

⁶²⁵ Ibidem.

⁶²⁶ Règlement (UE) n ° 596/2014, 7, 1., a).

⁶²⁷ Ibidem.

⁶²⁸ SCHMIDT D., « *Abus de marché : répression* », Études Joly Bourse, date d'actualisation : 1^{er} décembre 2022, n°42. A voir également : AMF, *Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée*, Position-recommandation, DOC-2016-08, p. 6.

⁶²⁹ Les événements faisant concernée par l'obligation de diffusion au titre d'information privilégiée ne doit pas nécessairement comporter un caractère certain (SCHMIDT D., *Abus de marché : répression*, op.cit., n°62). Il est suffisant que celui-ci ait des chances raisonnables d'aboutir (CA Paris, 26 mai 1993. Voir également et également Décision de la Commission des sanctions de l'AMF, 9 octobre 2008, à l'égard de MM. A et B. ainsi que Décision de la Commission des sanctions de l'AMF, 21 sept. 2009, à l'égard de MM. A. B., C., D. et E). Dès lors la seule « *probabilité de la variation du cours de l'émetteur* » peut conférer un caractère précis à l'information en question (Cass. com., 26 nov. 2013, no 12-21361, société Wendel M. X contre AMF. Sur cette décision: KEITA B., « *Le caractère précis de l'information privilégiée* », LPA, n°36, 19 février 2014 (p. 18). Nous notons que l'information est considérée *sensible si un « investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement »* Règlement (UE) n ° 596/2014, article 7, 4). L'appréciation de la sensibilité peut s'avérer complexe en matière financière (BONNEAU T., « *Le chiffre d'affaires peut-il constituer une information privilégiée ?* », Bull. Joly Bourse- n°2., (p. 96), 1er avril 2004) et en matière technique. Dans une décision, la Commission des sanctions de l'AMF a pu

Les exigences informationnelles applicables sur un marché réglementé ou sur un SMN peuvent s'avérer, de par leur nature, contradictoires avec les besoins d'une jeune entreprise. En effet, ces obligations sont susceptibles de contraindre les jeunes entreprises à diffuser des informations concernant leur produit en développement à l'ensemble du marché, comprenant les entreprises bien établies. Or, ces dernières pourraient potentiellement avoir intérêt de concurrencer la jeune entreprise, et pourraient même devenir des compétiteurs sérieux de cette dernière grâce à leurs ressources qui sont par définition plus importantes que celles d'une jeune pousse. Pour les *start-up*, en phase de démarrage la confidentialité est donc un besoin très important, en raison de leurs ressources faibles vis-à-vis de leurs concurrents bien établis. En cas d'admission de leur titre sur un marché réglementé ou sur SMN les *start-up* doivent, dès lors, de rechercher un équilibre difficile entre obligation de publicité et confidentialité.

notamment juger que les difficultés de production liées à la fabrication de l'airbus A380 ne constituaient pas une information sensible au regard d'un investisseur raisonnable (Décision de la Commission des Sanctions de l'AMF, 27 novembre 2009, à l'égard d'Olivier Andries, François Auque, Fabrice Bregier, Charles Champion, Henri Curpron, Ralph Crosby Jr, Thomas Enders, Alain Flourens, Noël Forgeard, Jean-Paul Gut, Gustav Humbert, Jussi Itävuori, John Leahy, Erik Pillet, Andreas Sperl, Thomas Williams, Stefan Zoller et sociétés EASD NV, Lagardère SCA, et Daimler AG, 27 nov. 2009. Sur cette décision : DAIGRE J.-J., « *Une information n'est privilégiée que si elle est précise et non publique, mais également sensible pour un investisseur raisonnable* », Bull. Joly Bourse- n°2 - p. 107, 1er mars 2010). En revanche, la Commission des sanctions de l'AMF a condamné une société de biotechnologie en raison de l'absence d'informations sur le « *décalage du calendrier prévisionnel d'entrée en phase 2 des candidats-médicaments* » car cela aurait pu donner la possibilité aux investisseurs de désinvestir (Décision de la Commission des Sanctions de l'AMF, 1er oct. 2019, no 13, à l'égard de la Société Biophytis et M. Stanislas Veillet. Sur cette décision : DEZEUZE E., BIANCHI J., « *Obligation de communiquer « dès que possible » l'information privilégiée relative à l'existence d'un décalage du calendrier prévisionnel portant sur des essais cliniques* », Bull. Joly Bourse- n°01 - p. 27, 1er janvier 2020 ; VABRES R., « *Information privilégiée* », Dr. sociétés, n° 12, 12 décembre 2017, commentaire 212, p.32 à 34). Ainsi, la qualification de l'investisseur raisonnable semble être un concept relativement « mou », ce qui peut rendre plus difficile l'évaluation de la nécessité de la communication d'une information (DOMPE M.-N., MENESSION N., « *La définition et l'utilisation de l'information privilégiée à l'épreuve du changement* », Bull. Joly Bourse- n°09, 1er septembre 2015, p. 390).

Ils existent néanmoins des exceptions aux obligations de publicité qui sont susceptibles de constituer des outils intéressants pour une jeune pousse afin de protéger leurs intérêts commerciaux.

113 Les exceptions aux obligations de publicité. Parmi les exceptions à l'information du public, il convient de mentionner en premier lieu la possibilité de réaliser des sondages de marché⁶³⁰ qui permettent d'évaluer l'intérêt des investisseurs en vue de la réalisation d'une transaction éventuelle. Elle couvre toutes les communications qui ne sont suivies par aucune annonce spécifique⁶³¹. Le régime du sondage de marché⁶³² reste relativement contraignant consistant. Ce régime comprend : l'identification des informations privilégiées, la rédaction d'un écrit sur les motifs qui ont amenés l'émetteur à réaliser le sondage et le suivi d'une procédure relative l'information des personnes concernées par le sondage⁶³³.

En second lieu, il convient de citer la procédure dite de « *data room* », permettant la préservation de la confidentialité des informations d'un émetteur en cas d'opération de fusion ou cession de droits sociaux⁶³⁴. Les sociétés souhaitant avoir accès aux informations contenues dans le *data room* doivent en effet manifester leur sérieux quant à la participation à l'opération⁶³⁵, par une lettre d'intention et doivent également s'engager à préserver le caractère confidentiel des informations consultées⁶³⁶. Cette procédure permet d'organiser l'accès aux informations des acquéreurs, et peut s'avérer

⁶³⁰ Règlement (UE) n° 596/2014, article 11.

⁶³¹ Proposition de règlement du parlement européen et du conseil modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014 afin de rendre les marchés des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux, consid. 56.

⁶³² Détaillé plus loin dans le présent paragraphe

⁶³³ Règlement (UE) n° 596/2014, article 11, 3 à 5. Sur ce point : SCHMIDT D., « *Abus de marchés : répression*, op.cit., n°258.

⁶³⁴ MAUCHE Samia, « *Aspects et enjeux du recours à la pratique des "data rooms" dans le cadre d'opérations financières complexes* », Dossiers d'actualité, Lexis360, 28 novembre 2012 ; PORTIER P., « *Recommandation sur les « data rooms »* », RDBF n° 1, Janvier 2004, 45.

⁶³⁵ AMF, Position-recommandation, *Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée* DOC-2016-08, p. 52, n° 3.2.1.3.

⁶³⁶ AMF, Position-recommandation, *Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée* DOC-2016-08, p. 52, n°3.2.1.4.

intéressante du point de vue de la protection des secrets des affaires et de la confidentialité⁶³⁷ de la *start-up*. Le périmètre de la procédure *data room* reste cependant relativement restreint : elle ne porte que sur des opérations de taille significative⁶³⁸ et n'est permise que si elle s'avère strictement nécessaire⁶³⁹.

En tant troisième lieu, il convient de mentionner la possibilité de différer la publication accordée par le Règlement abus de marché aux émetteurs⁶⁴⁰. L'émetteur peut en effet différer la publication des informations privilégiées si la diffusion porte atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur⁶⁴¹. Il s'agit notamment de la situation où les négociations de l'émetteurs seraient susceptibles d'être compromises en cas de publication immédiate⁶⁴² ou encore des situations où la viabilité de l'émetteur connaît une menace grave et imminente et où la publication immédiate serait susceptible de compromettre son redressement⁶⁴³. Faut-il encore que le retard n'induisse par en erreur

⁶³⁷ CHAIEHLOUDJ Walid et al., et al., « *Cas particulier des procédures dites de data room* », 5053, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 décembre 2023.

⁶³⁸ AMF, *Position-recommandation, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée* DOC-2016-08, p. 51, n° 3.2.1.1

⁶³⁹ AMF, *Position-recommandation, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée* DOC-2016-08, p. 51, n° 3.2

⁶⁴⁰ Règlement (UE) n° 596/2014, article 17, 4).

⁶⁴¹ AMF, *Position-recommandation, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée*, p. 9, n°1.2.2.1 ; ESMA, *Orientations relatives au règlement sur les abus de marché (MAR) – retard de la publication d'informations privilégiées*, ESMA/2016/1478 FR, p. 5, n°5 COURET A., LE NABASQUE H., COQUELET M., GRANIER T., PORACCHIA D., REYNAUARD A., REYGROBELLET A., ROBINE D., *Droit financier*, op.cit., p. 1348, n°1718.

⁶⁴² AMF, *Position-recommandation, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée* DOC-2016-08, p. 11, n°1.2.2.1, Position, a) ; ESMA, *Orientations relatives au règlement sur les abus de marché (MAR) – retard de la publication d'informations privilégiées*, ESMA/2016/1478 FR, p. 4, n°8.

⁶⁴³COURET A., LE NABASQUE H., COQUELET M., GRANIER T., PORACCHIA D., REYNAUARD A., REYGROBELLET A., ROBINE D., *Droit financier*, op.cit., p. 1349, n°1718.

le public ⁶⁴⁴, que la confidentialité de l'information puisse être préservée⁶⁴⁵ et que l'émetteur respecte la procédure résultant du règlement d'exécution 2016/1055⁶⁴⁶

Il convient donc de se demander si le caractère confidentiel des échanges avec un potentiel partenaire commercial peut justifier un retard de publication de l'information privilégiée, dans la mesure où la viabilité financière de l'émetteur, jeune et en phase de démarrage, en dépend. Une réponse positive semble s'imposer (au sens des Orientations publiées par l'ESMA sur le sujet⁶⁴⁷). L'AMF précise néanmoins que l'émetteur ne peut pas invoquer « *un principe vague et général tel que le secret des affaires ou l'intérêt économique, commercial ou stratégique pour justifier le retard* »⁶⁴⁸. Or, les *start-up* souhaitant préserver leur avantage concurrentiel sur le marché d'un produit innovant seraient précisément dans ce dernier cas de figure. Les exigences de l'AMF en la matière ne semblent toutefois sans toute ambiguïté car l'autorité précise qu'un différé de publication d'information est possible lorsque « *l'émetteur a mis au point un produit ou une invention et la publication immédiate de cette information est susceptible de porter atteinte aux droits de propriété intellectuelle de l'émetteur* »⁶⁴⁹.

114 D'autres conditions relatives à la publicité et la situation particulière des jeunes entreprises innovantes. Tous les émetteurs dont les titres sont admis à la négociation sur

⁶⁴⁴ AMF, *Position-recommandation, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée*, p. 10, n°1.2.2.1 ; ESMA, *Orientations relatives au règlement sur les abus de marché (MAR) – retard de la publication d'informations privilégiées*, ESMA/2016/1478 FR, n°5.

⁶⁴⁵ AMF, *Position-recommandation, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée* DOC-2016-08, p. 12, n°1.2.21.

⁶⁴⁶ AMF, *Position-recommandation, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée* DOC-2016-08, p. 13, n°1.2.2.2.

⁶⁴⁷ AMF, *Position-recommandation, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée* DOC-2016-08, p. 11, Position, b) ; ESMA, *Orientations relatives au règlement sur les abus de marché (MAR) – retard de la publication d'informations privilégiées*, op.cit., n°8.

⁶⁴⁸ AMF, *Position-recommandation, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée*, p. 10, n°1.2.2.1.

⁶⁴⁹ AMF, *Position-recommandation, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée*, p. 11, Position, f).

un marché réglementé ou sur un SMN doivent établir une liste d'initiés⁶⁵⁰. Le maintien d'une telle liste reste contraignant dans la mesure où la liste d'initiés visés par le Règlement abus de marché revêt également un périmètre large. Elle inclut d'abord les initiés primaires, qui ne doivent nécessairement avoir conscience du caractère privilégié de l'information en leur possession⁶⁵¹. Il s'agit de toute personne qui possède une information privilégiée car elle est membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ; détient une participation dans le capital de l'émetteur ; a accès aux informations en raison de l'exercice de tâches résultant d'un emploi, d'une profession ou participe à des activités criminelles⁶⁵². Les initiés comprennent également les initiés secondaires ou toute autre personne qui possède une information privilégiée dans des circonstances autres que celles des initiés primaires⁶⁵³. Sans nul doute, les fondateurs d'une jeune entreprise innovante, qui constituent bien souvent l'équipe dirigeante de celle-ci, et les investisseurs potentiels tombent dans la catégorie des initiés primaire ou de secondaires.

A compter de l'admission à la négociation, l'équipe dirigeante et les investisseurs sont, par ailleurs, soumis à des conditions de communication contraignantes. Les personnes titulaires des informations privilégiées sont tenues de respecter plusieurs obligations positives et notamment celles relatives à l'abstention de réaliser une opération d'initié⁶⁵⁴, donc de se servir de l'information privilégiée, à l'abstention de communication ou recommandation basée sur l'information privilégiée⁶⁵⁵ et à la divulgation de toute information privilégiée à des tiers⁶⁵⁶. Seules les divulgations qui

⁶⁵⁰ Règlement (UE) n ° 596/2014, article 18 et Article L.451-4 du Code de monétaire.

⁶⁵¹ Sur cette notion CJUE, Arrêt de la Cour (troisième chambre) du 23 décembre 2009, Spector Photo Group NV et Chris Van Raemdonck contre Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), Affaire C-45/08 note BONNEAU T., « *Notion d'utilisation de l'information privilégiée* », RDBF n° 2, Mars 2010, comm. 80 et note IDOT L., « *Opérations d'initiés* », Europe n° 2, Février 2010, comm. 75.

⁶⁵² Article L.465-1, I du Code de monétaire et financier et règlement (UE) n ° 596/2014, Article 8, 4. (a) à d)).

⁶⁵³ Article L.465-1 du Code de monétaire et financier (dernier alinéa) Règlement (UE) n ° 596/2014, article 18 (dernier alinéa). Sur cette notion : T. corr. Paris., 12 novembre 2010 : RTD fin. 2011, p. 256, n° 4.

⁶⁵⁴ Règlement (UE) n ° 596/2014, article 8, 1. et article L.465-1 et l'article du Code monétaire.

⁶⁵⁵ Règlement (UE) n ° 596/2014, article 8, 2 et article L.465-2 du Code monétaire et financier.

⁶⁵⁶ Règlement (UE) n ° 596/2014, Article 10 et article L.465-3 du Code monétaire et financier.

s'effectuent à destination de tous les investisseurs, sans distinction, sont réalisées dans le cadre normal de l'exercice des fonctions des employés ou les mandataires de l'émetteurs⁶⁵⁷ ou à des fins de sondage de marchés⁶⁵⁸, sont exemptés du devoir d'abstention. Ces règles ne favorisent pas la proximité entre les investisseurs en capital et la direction de l'entreprise, ce qui est pourtant souvent l'un des facteurs déterminant du développement des *start-up*. En effet, l'expertise et les connaissances des capitaux-risqueurs constitue un atout important pour une jeune entreprise innovante, en raison du réseau de professionnels qui entoure l'investisseur, la compréhension par l'investisseur du produit développé par la société. Il convient toutefois de préciser, qu'en pratique, à la suite de l'admission à la négociation, les capitaux-risqueurs cèdent fréquemment leur participation dans la *start-up* accompagnée depuis son démarrage, ce qui oblige les jeunes entreprises innovantes de redéfinir leur stratégie de développement⁶⁵⁹.

Il ressort de ces réflexions que le régime juridique mis en place par le Règlement abus de marché relatif aux informations privilégiées oblige l'émetteur à adopter une communication normée, qui est susceptible de s'avérer contraire aux besoins des jeunes entreprises innovantes. En effet, ces dernières se voient limitées dans les informations qu'elles partagent avec le public, ainsi qu'avec les potentiels investisseurs, ce qui peut s'avérer être un inconvénient en présence d'entreprises technologiques développant des produits complexes. Par ailleurs, celles-ci ne pourront pas tirer profit de la confidentialité de leurs rapports avec les investisseurs et verront ainsi leur marge de manœuvre réduite vis-à-vis des acteurs établis sur le marché.

115 Les obligations d'informations périodiques résultant notamment de la Directive transparence. L'objectif de la première Directive transparence était l'amélioration de la protection des investisseurs, le renforcement de la compétitivité de la réglementation

⁶⁵⁷Règlement (UE) n ° 596/2014, Article 9, 2, a) et L. 465-3 du Code monétaire et financier. Sur ce point : Decision de la Commission des sanctions, 14 juin 2012, SAN-2012-07, à l'égard des sociétés Exane et Boussard & Gaavaudan et de MM. A et B, notamment p. 12.

⁶⁵⁸ Règlement (UE) n ° 596/2014, Article 11, 1).

⁶⁵⁹ LANDSTORM H., MASON C., *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing Limited, 2012, Volume 2, p. 159.

européenne à l'échelle internationale et la réduction du coût du capital pour les émetteurs⁶⁶⁰. Il s'agissait d'améliorer la lisibilité de la réglementation existante dont le champ d'application différait en fonction de la nationalité de l'émetteur et la catégorie de produit concerné⁶⁶¹.

La Directive transparence impose deux catégories d'informations financières périodiques différentes aux sociétés concernées. Les émetteurs cotés sur des marchés réglementés doivent publier un rapport annuel, semestriel. Les émetteurs peuvent également publier un rapport trimestriel⁶⁶².

Il convient d'abord d'évoquer l'obligation de publier un rapport financier annuel⁶⁶³. Les émetteurs soumis à cette obligation sont tenus de communiquer les états financiers (consolidés le cas échéant) et un rapport de gestion, une déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité du rapport et un rapport des contrôleurs légaux sur les comptes⁶⁶⁴. Le contenu du rapport de gestion est détaillé dans le Règlement général de l'AMF : il s'agit notamment d'une analyse objective et exhaustive de l'évolution des affaires, les résultats de la situation de la société⁶⁶⁵, ainsi qu'une description des principaux risques et incertitudes⁶⁶⁶.

⁶⁶⁰ JAMET V., TELLER M., « *La directive transparence : étape décisive vers un big-bang annoncé de l'information financière* », Bull. Joly Bourse, n°04, , 1er juillet 2004, (p. 429 à 443), n°2.

⁶⁶¹ CONCHON P.-A., « *Les nouvelles obligations en matière d'information périodique* », RDBF n° 1, Janvier 2007, étude 3, n°4.

⁶⁶² AMF, *Position-recommandation AMF DOC-2016-05, Guide de l'information périodique des sociétés cotées*, date d'actualisation : 28 juillet 2023, p. 11, n° 3 (rapport annuel), p. 31, n° 9 (rapport semestriel), p. 36 et s., n° 10 et s. (déclarations d'informations trimestrielles). Dans la directive transparence : Directive 2004/109/CE, article 4 (rapport financier annuel) ; article 5 (rapport financier semestriel).

⁶⁶³ Article L.451-1-2, I du Code monétaire et financier, et le contenu précisé à l'article 222-3 du Règlement général de l'AMF.

⁶⁶⁴ Article 222-3, I du Règlement général de l'AMF et AMF, *Position-recommandation AMF DOC-2016-05, Guide de l'information périodique des sociétés cotées*, op.cit, p. 11, n°3.1.

⁶⁶⁵ Article L.225-100-1, I, 1° du Code de commerce.

⁶⁶⁶ Article L.225-100-1, I, 3° du Code de commerce.

Le rapport semestriel⁶⁶⁷ doit notamment comprendre les comptes condensés, le rapport semestriel d'activité qui porte, entre d'autres éléments, sur les principaux risques et évènements survenus lors des premiers six mois d'exercice et leurs incidences sur les comptes semestriels⁶⁶⁸. Ce rapport donne, en outre, une description des principaux risques et incertitudes sur les six mois restants⁶⁶⁹.

La Directive transparence a fait également mention de l'information financière trimestrielle et évoque la possibilité qu'une législation nationale impose des obligations portant sur cette catégorie d'informations⁶⁷⁰. L'information comprend les évènements importants qui ont eu lieu dans la période en question et sur l'explication de leur incidence la situation de l'émetteur, le montant net par branche d'activité du chiffre d'affaires du semestre écoulé et les indications des chiffres d'affaires de l'exercice précédent⁶⁷¹. Déjà, lors des discussions autour de la création de la Directive Transparence, la pertinence de l'information financière trimestrielle a été débattue en raison le coût excessif que l'établissement de ces rapports font peser sur l'émetteur⁶⁷². La publication de l'information trimestrielle reste aujourd'hui optionnelle pour les émetteurs français⁶⁷³.

⁶⁶⁷ Article L.451-1-2, III du Code monétaire et financier et article 222-4 à 6 du Règlement général de l'AMF.

⁶⁶⁸ Article 222-6, I du Règlement général de l'AMF.

⁶⁶⁹ Article 222-6, I du Règlement général de l'AMF et Code monétaire ; AMF, Position-recommandation *AMF DOC-2016-05, Guide de l'information périodique des sociétés cotées*, op.cit., p. 32, n°9.1.1.

⁶⁷⁰ Directive 2004/109/CE, article 6, 2 et 3.

⁶⁷¹ Ancien article 451-1-2, IV du Code monétaire et financier (sous le régime de la loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010) AMF. Sur le régime actuel : Position-recommandation *AMF DOC-2016-05, Guide de l'information périodique des sociétés cotées*, op.cit., p. 36 et s.).

⁶⁷² JAMET V., TELLER M., « *La directive transparence : étape décisive vers un big-bang annoncé de l'information financière* », op.cit., p. 2 n°5.

DEVÈZE J., « *La directive Transparence* », 1075, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

⁶⁷³ A l'échelle européenne l'information trimestrielle a été supprimée par la directive 2013/50/UE du parlement européen et du conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2007/14/CE de la Commission portant modalités d'exécution de certaines dispositions

Outre les informations périodiques résultant de la Directive transparence, les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé sont tenues par la communication des rapports sur le gouvernement d'entreprise⁶⁷⁴ qui constitue une contrainte importante non seulement en raison du caractère lourd du rapport⁶⁷⁵, mais également en raison des diligences supplémentaires que le commissaire aux comptes doit accomplir dans le cadre de l'établissement du document⁶⁷⁶.

De notre point de vue les obligations d'informations périodiques s'avèrent difficilement conciliables avec la faible maturité des jeunes pousses. Ces informations sont presque intégralement fondées sur les informations objectives⁶⁷⁷. Les documents associés aux informations périodiques, nécessitent un travail de conformité et de *reporting* constants ce qui est alourdi par la complexité du dispositif de contrôle interne devant être mis en place par les émetteurs.

116 L'obligation de révélation des pactes d'actionnaires. L'un des outils majeurs régissant la relation des capitaux investisseurs et des *start-up* sont les pactes d'actionnaires. La réglementation française applicable aux sociétés cotées exige la révélation des pactes

de la directive 2004/109/CE. La loi n° 2014-1662 du 30 décembre 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière a modifié l'article 451-1-2, IV du Code monétaire et financier et supprimé l'exigence des informations financières trimestrielles.

⁶⁷³ AMF, *Position-recommandation AMF DOC-2016-05, Guide de l'information périodique des sociétés cotées*, op.cit., p. 36, n°10 et s.

⁶⁷⁴ Article L.22-10-9, I du Code de commerce et *Position-recommandation AMF DOC-2016-05, Guide de l'information périodique des sociétés cotées*, op.cit., p. 26, n°6 et s.

⁶⁷⁵ De notre point de vue les informations précisées au sein de l'article L.225-37-4 du Code de commerce peuvent présenter une charge importante pour les *start-up*. A voir également la *Position-recommandation AMF DOC-2016-05, Guide de l'information périodique des sociétés cotées*, op.cit., p. 28 et 29).

⁶⁷⁶ *Position-recommandation AMF DOC-2016-05, Guide de l'information périodique des sociétés cotées*, op.cit., p. 27.

⁶⁷⁷ La partie concernant les activités de la société figurant le rapport annuel est en effet extrêmement court et inexistant dans le rapport semestriel : Ozmozis, rapport annuel 2019, p. 4 et 5 ; Adeunis, rapport annuel 2019, p. 3 et 4 ; Dontnos, rapport annuel 2019, p. 3 à 5.

d'actionnaires et leur transmission à l'AMF et au public, dès leur conclusion⁶⁷⁸ La révélation des pactes est d'autant plus important que ces derniers pourraient également entrer dans la définition de l'information privilégiées.

Les pactes d'actionnaires conclus avec les capitaux-risqueurs comportent fréquemment une grande diversité de clauses dont nombreuses devant faire l'objet de publicité en cas d'admission à la négociation des titres sur un marché réglementé. Il s'agit notamment des clauses de sortie conjointe. En effet, ce type de clause permet aux investisseurs de bénéficier des conditions préférentielles quant à la cession de titres mais également des clauses de préférence et de préemption⁶⁷⁹. La publication de toutes autres clauses concernant la gouvernance de l'émetteur peut par ailleurs sembler nécessaire,⁶⁸⁰ même si la réglementation n'exige pas précisément la publication de l'ensemble de l'information contenue dans le pacte. Il paraît cependant difficile de déterminer quelles sont les clauses présentant des informations privilégiées. Les clauses relatives à la gouvernance peuvent être notamment constitutives d'une action en concert⁶⁸¹, qui est soumise à une publicité obligatoire.⁶⁸²

⁶⁷⁸ dans la mesure où elles concernent « au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la société qui a émis ces actions doit être transmise dans un délai de cinq jours de bourse à compter de la signature de la convention ou de l'avenant introduisant la clause concernée, à la société et à l'Autorité des marchés financiers. » Article L.233-11 du Code de commerce et Article 223-18 du Règlement général de l'AMF. Sur ce point : MESSARI-Bahri S., ROUSSILLE M., « *Pactes d'actionnaires* », Études Joly Bourse, date d'actualisation : 19 septembre 2019, n°242 ; DE BIALLEINCOURT DEXANT O., *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, thèse, Université Paris 2 Panthéon Assas, édition : Dalloz, p. 83 et s., n°89 et s.

⁶⁷⁹ MESSARI-BAHRI S., ROUSSILLE M., « *Pactes d'actionnaires* », op.cit., n°244.

⁶⁸⁰ Décision de la Commission des Sanctions de l'AMF, 30 juin 2008, Société Altran Technologies. Sur ce point : MARTIN D., BUGÉ G., « 272. *L'exécution des pactes sur les marchés* », Bull. Joly Sociétés, n°07, (p. 636-642), 01 juillet 2011, p. 1, n°3.

⁶⁸¹ Idem.

⁶⁸² DE BIALLEINCOURT DEXANT O., *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, op.cit., p. 10 et 11, n°6 et 7.

2) *Les contraintes résultant de la rigidité du droit des sociétés cotées*

117 Les craintes des PME quant à la dilution de leur participation. L'une des craintes majeures des petites et moyennes entreprises à l'occasion de l'introduction sur un marché réglementé ou un SMN est la perte de contrôle de la société⁶⁸³.

Ces craintes ne sont pas infondées : la fragmentation de l'actionnariat et la prise de contrôle (notamment hostile) de la société s'avèrent un risque plus important pour une *start-up* cotée que non cotée.

Le risque de perte de contrôle va de pair en droit français avec l'impossibilité d'assortir des actions de préférence émises par une société de droits de vote multiples lesquels pourraient toutefois constituer des outils anti-OPA efficaces.

Le droit français reste encore aujourd'hui attaché au principe de la proportionnalité du droit de vote en ce qui concerne les sociétés admis sur un marché réglementé ou sur un SMN. Ce principe n'est, en effet, plus applicable aux sociétés non cotées depuis la loi PACTE⁶⁸⁴. La seule possibilité ouverte pour les sociétés cotées en droit français reste le droit de vote double⁶⁸⁵.

Il convient néanmoins souligner la présence du principe de « *one share one vote* » qui est encore aujourd'hui largement considéré comme une bonne pratique par une grande partie des acteurs dans le domaine des marchés financiers⁶⁸⁶.

⁶⁸³ Proposition de directive du parlement européen et du conseil sur les structures avec actions à votes multiples dans les entreprises qui demandent l'admission à la négociation de leurs actions sur un marché de croissance des PME, Bruxelles, le 7.12.2022 COM (2022) 761 final, 2022/0406(COD).

⁶⁸⁴ Article L.228-11, al. 3 du Code de commerce a été modifié par la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

⁶⁸⁵ Article L.225-123, alinéa 3 du Code de commerce.

⁶⁸⁶ Nous attirons sur ce point l'attention sur l'opinion des personnes ayant fait l'objet d'entretien dans le cadre de la rédaction du rapport récemment publié par le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris : Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, *Rapport sur les droits de vote multiples*, 15 septembre 2022 : p. 18, n°2.2.2 (s'agissant des risques en matière d'IPO : p. 23).

118 L'interdiction de certaines clauses. Certaines clauses relativement courantes figurant fréquemment dans les pactes d'actionnaires ou dans les statuts de jeunes pousses non cotées pourraient, par ailleurs, s'avérer contraire à la réglementation des sociétés cotées. Il en est ainsi pour la clause d'inaliénabilité des actions, qui (rendant impossible la cession des titres concernés pendant une période donnée) semble faire obstacle à la libre négociabilité des actions et pourrait porter atteinte au fonctionnement efficace du marché en question⁶⁸⁷. Il nous semble également que les clauses conférant des informations prioritaires à certaines actionnaires pourraient être considérées comme contraire à l'égalité des informations des actionnaires.

119 La mise en place d'un contrôle interne et d'une gestion de risque professionnelle. L'obligation de se doter d'un contrôle interne et notamment d'une gestion de risque professionnelle est susceptible de contribuer à la réticence des jeunes entreprises innovantes⁶⁸⁸. Ces obligations qui sont susceptibles de limiter la prise de risque de l'entreprise⁶⁸⁹ dans la mise en œuvre de sa stratégie, peuvent s'avérer contradictoires avec les besoins d'une jeune pousse qui peut être amené à changer rapidement sa stratégie commerciale face à ses concurrents ou procéder à des recherches supplémentaires sur un produit technologique, qui peut comporter des risques significatifs pour l'entreprise. Or l'existence d'un contrôle interne suppose une organisation minutieusement structurée⁶⁹⁰ et la présence de certaines fonctions comme le gestionnaire de risques⁶⁹¹, le comité d'audit⁶⁹² ou l'audit interne⁶⁹³.

⁶⁸⁷ DE BIALLEINCOURT DEXANT O., *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, op.cit., p. 26, n°22 ; FERRY C., « Validité des clauses d'inaliénabilité portant sur des actions », JCP E, 1327, n° 13-14, 1er Avril 2010, (p.33-39), n°5 et n°8. Sur l'exigence de libre négociabilité : l'article L.421-14, I du Code monétaire et financier exige la « négociation équitable, ordonnée et efficace » des titres admis à la négociation et que ces derniers puissent être « négocié librement ».

⁶⁸⁸ Article L.225-100-1, II et L.225-10-35, n°2 du Code de commerce.

⁶⁸⁹ AMF, Cade de référence sur les dispositifs de gestion des risques et de contrôle interne, p. 6, b).

⁶⁹⁰ Ibidem, p. 10, 1).

⁶⁹¹ Ibidem, p. 12, d).

⁶⁹² Ibidem, p. 12, c).

⁶⁹³ Ibidem, p. 12, e).

Ce ne sont cependant pas seulement les en matière de contrôle interne qui sont susceptible d'alourdir le fonctionnement des sociétés cotées et rendre l'admission à la négociation sur un marché réglementé peu intéressant pour les jeunes pousses. Il convient également de faire mention de l'obligation de mettre en place une politique de rémunération des mandataires sociaux⁶⁹⁴ se conformer aux règles relatives à l'anti-corruption, ce qui suppose la mise en place d'un code de conduite⁶⁹⁵.

120 Conclusion : les obligations de *reporting* incompatibles avec les besoins *start-up*.

Un émetteur coté sur un marché réglementé doit non seulement avoir un *reporting* financier précis et prendre des décisions entrepreneuriales paramétrées mais doit également avoir un contrôle des risques maîtrisé, dont les éventuelles défaillances et faiblesses sont régulièrement rendues disponibles dans le rapport de gestion remis tous les ans à l'AMF⁶⁹⁶. Ces exigences semblent viser la réduction du caractère risqué des sociétés et paraissent, dès lors, contradictoires avec les caractéristiques d'une entreprise jeune innovante, risquée par nature⁶⁹⁷.

⁶⁹⁴ Article L.22-10-8, I du Code de commerce.

⁶⁹⁵ AMF, *Position-recommandation AMF DOC-2016-05, Guide de l'information périodique des sociétés cotées*, p. 19, n°4.1. De nombreuses dispositions de la loi anti-corruption (Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique) visent les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé).

⁶⁹⁶ Article 225-100-1 du Code de commerce. Sur le contenu du rapport de gestion : *Position-recommandation AMF DOC-2016-05, Guide de l'information périodique des sociétés cotées*, op.cit., p. 15, n°3.8 et s.

⁶⁹⁷ BOSSELIER P., DUFOUR D., « *L'introduction des sociétés internet en bourse : opportunisme ou nécessité pour les actionnaires et capital-risquers* », HAL, 1^{er} février 2002.

2§) *Les marchés secondaires des PME : les allègements actuels vis-à-vis des émetteurs de petite taille*

121 Le déclin de la cotation des PME sur les marchés. Le déclin des offres au public et des cotations sur les marchés financiers constitue une tendance mondiale depuis la fin des années 1990 aussi bien en France qu'aux États-Unis⁶⁹⁸.

Cette tendance s'est manifestée en France par un retrait important d'entreprises de la cote parisienne dans les années 2000.⁶⁹⁹ Les PME étaient particulièrement touchées par le déclin de la cotation.⁷⁰⁰

La raison principale de ce déclin consiste en l'augmentation du coût lié à la cotation boursière pour les petites structures⁷⁰¹ (due aux différentes obligations, notamment de *reporting*, qui pèsent sur les jeunes entreprises après l'introduction sur un marché réglementé ou SMN).

Parmi les raisons du déclin du nombre de cotations, il est également possible de mentionner les difficultés liées à l'analyse financière des PME. Les PME ne constituent pas, à cause de leur taille, la cible principale des analystes financiers⁷⁰² dont le statut

⁶⁹⁸ LEVIS M., VISMARA S., *Handbook of Research on IPOs*, op.cit., p. 11.

⁶⁹⁹ DEVÈZE Jean, et al., « *Déclin de l'attrait de la cotation* », 787, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 22 décembre 2022.

⁷⁰⁰ CUMMING D., JOHAN A. S., *The Oxford Handbook of IPOs*, Oxford University Press, 2018, p. 38, n°2.4.

⁷⁰¹ CUMMING D., JOHAN A. S., *The Oxford Handbook of IPOs*, op.cit., p. 39, n°2.4.1 et FESE, *European IPO Report*, 2020, p., 12.

⁷⁰² Les PME ne constituent pas les cibles principales des analystes financiers. La source de ces difficultés peut être recherchée dans l'absence de motivation des analystes à réaliser des recherches sur les entreprises dont les titres sont bien souvent relativement illiquides et le profil est risqué (ECSIP Consortium, *Improving the market performance of business information services regarding listed SMEs*, Final report, Rotterdam, 18 September 2013, p. 69). Ce dernier constat est particulièrement valable pour les PME innovantes. La recherche financière réalisée par des analystes est essentiellement basée sur les informations quantitatives, sur les données financières historiques, des prévisions financières, même si elle est susceptible de prendre en compte un nombre important de facteurs liés aux qualités du projet. Il convient cependant de noter que les analystes ne disposent pas de l'expertise d'un capital-risqueur spécialisé dans un domaine particulier et que l'évaluation des actifs incorporels

juridique est aujourd'hui encadré par la réglementation⁷⁰³.

sur lesquels le business model des *start-up* est fondé est particulièrement délicate (LABIDI M., OMRI MOHAMED A., « *Utilité des informations sur les actifs immatériels pour les décisions d'investissement et d'évaluation des actions nouvellement émises : une enquête par questionnaires dans le contexte français* », *Management & Avenir*, n°88 2016/6, p. 16 ; SANDER P., *The Valuation of Intangible Assets: An Exploration of Patent and Trademark*, Gabler, 2009, p. 2 et 3). Une PME cotée doit donc adopter une communication très claire et compréhensible à destination des analystes et au regard des investisseurs en général. L'AMF a récemment publié un document récapitulant les attentes des analystes financiers vis-à-vis des PME cotées. Le guide donne des indications claires concernant le niveau d'exigences à l'égard des petites ou moyennes entreprises, du point de vue des analystes qui semblent fréquemment difficiles à satisfaire s'agissant d'une petite entreprise disposant des caractéristiques innovantes. Le guide met l'accent sur la démonstration claire du *business model*, les avantages compétitifs et le secteur d'activité visée (AMF, *Communication financière des valeurs moyennes : mieux comprendre les attentes des analystes financiers et des investisseurs professionnels*, p. 7, n°2.1). La première difficulté à cet égard peut se présenter au regard du caractère innovante du *business model* ou encore à la nature complexe et difficilement compréhensible des services fournis par la société. La jeunesse de la structure et l'absence d'expérience significative du *management* sont susceptibles d'être pris en compte comme des faiblesses de l'entreprise notée. Il peut en outre s'avérer délicat d'évaluer les flux de trésorerie d'une *start-up*, dont la croissance peut sembler décorrélée de la rentabilité de l'entreprise (AMF, *Communication financière des valeurs moyennes : mieux comprendre les attentes des analystes financiers et des investisseurs professionnels*, p. 8, n°2.2.4).

⁷⁰³ Le métier d'analyste est régulé en France depuis la loi de sécurité financière qui a instauré un cadre juridique pour les services fournis par les analystes (loi n° 2003-706 du 1 août 2003 de sécurité financière, article 42) et a créé les articles L.544-1 et s. Il existe en effet des différentes catégories d'analystes financiers, notamment de *buy side* (travaillant pour les sociétés de gestions de portefeuille) et de *sell side* (Les règles applicables aux analyses *sell side* règlement délégué (UE) 2017/565, Articles 36 et 36 (2), 37 (1), 37 (3)) employés par les banques et des *brokers*) et des analystes financiers n'étant pas rattaché à un prestataire de service d'investissement (article 327-1 et s. du Règlement général de l'AMF). Les analystes sont soumis à une charte éthique (Article 327-6 et s. du Règlement général de l'AMF) même si les analystes peuvent obtenir une dispense en cas d'adhésion à une association professionnelle reconnue par l'AMF en vertu du II de l'article 327-6 du Règlement général l'AMF). Les analystes doivent également obtenir une certification pour exercer leurs fonctions (Article 327-9 du règlement général de l'AMF) ; sont soumis à un code de déontologie et doivent également obtenir une carte professionnelle, délivrée par l'AMF, dans la mesure où ils sont salariés d'un PSI (GABAI K., « *Analyse financière* », *Étude Joly Bourse*, 7 janvier 2022, n°46 et s.). Leur travail est encadré au regard des potentiels risques liés aux conflits d'intérêts par des nombreux textes européens et français. Sur les textes européens : Règlement délégué (UE) 2016/958 de la Commission du 9 mars 2016 complétant le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil, notamment l'article 8 ; Diffusion des informations confidentielles : Règlement (UE) n° 596/2014, notamment l'article 20. S'agissant des textes français : AMF, position-recommandation n° 2013-25, Guide relatif à l'analyse financière, 3 décembre 2013 ; Doctrine AMF sur le sujet :

<http://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Principes-de-doctrine.html>.

Outre ces inconvénients inhérents aux PME, le régime mis en place par la Directive MIF II en matière de rémunération des analystes financiers peut avoir un impact négatif sur la quantité des analyses produites concernant les jeunes entreprises cotées.

Le législateur européen a adopté de nombreuses mesures afin de contrer cette tendance. Parmi ces mesures il convient d'abord de mentionner le marché de croissance des PME et le *Listing act package* en cours de négociation au sein des instances européennes (A).

Les entreprises exploitant les marchés, et en particulier Euronext Paris, semblent également vouloir favoriser le financement des PME à travers des plateformes dédiées aux jeunes entreprises. Nous tenterons de comprendre dans quelle mesure les plateformes de négociation destinées aux PME, et notamment les SMN Euronext Growth et Euronext Access, s'avèrent accessibles aux *start-up* (B).

A) L'assouplissement des contraintes liées à l'admission des titres à la négociation

122 Les différents types d'allègements des contraintes liées à la cotation des PME.

Les allègements mis en place ou envisagés concernant les contraintes existantes quant à la cotation des titres des PME se manifestent sous la forme de la création du statut du marché de croissance des PME (1) et sous la forme de la révision des directives et règlements européens, qui sont susceptibles de concerner tant les marchés réglementés que les marchés organisés (2).

1) *Le marché de croissance des PME*

123 Le marché de croissance des PME. Le statut « *marché de croissance des PME* » a été institué par la Directive MIF II⁷⁰⁴ et par le règlement délégué 2017/565⁷⁰⁵ qui permettent l'obtention de ce label à certains SMN ayant pour objectif de favoriser la croissance des petites et moyennes entreprises⁷⁰⁶ (même si les dispositions dérogatoires bénéficient pas uniquement aux PME et englobent une catégorie plus large des petites et moyennes d'entreprises).

Pour qu'un marché soit considéré comme un marché de croissance des PME il est nécessaire que ce marché « *bénéficie aux PME 50% au moins des émetteurs dont les instruments financiers sont négociés sur un marché de croissance des PME devraient être des PME* »⁷⁰⁷ et que des conditions supplémentaires concernant notamment les obligations d'information périodiques des émetteurs⁷⁰⁸.

Ces dispositions nous permettent de nous interroger sur l'objectif du label mis en place par la Directive MIF II. En effet, les marchés de croissance sont susceptibles d'imposer des conditions plus exigeantes au regard des PME que des SMN « *ordinaires* »⁷⁰⁹. Au-

⁷⁰⁴ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au comité des régions Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux, 30 septembre 2015, COM/2015/0468 final. Transposition française : Ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers, JORF n°0146 du 24 juin 2016 et article L. 424-6 et s. du Code monétaire et financier.

⁷⁰⁵ Règlement délégué 2017/565, article 78.

⁷⁰⁶ Directive 2014/65/UE, consid. 132.

⁷⁰⁷ Article L.424-7 du Code monétaire et financier et l'article 78, 1. du Règlement délégué 2017/565 ainsi que directive 2014/65/UE, article 33, 3, a), et consid. 135 de la directive 2014/65/UE. Sur ce point : ROUAUD A.-C., 59. « *Les règles spécifiques aux PME* », Bull. Joly Bourse, n°03, 1^{er} mars 2012, (p. 135 à 139), n°6.

⁷⁰⁸ Article D.424-4-1, 3° du Code monétaire et financier Directive 2014/65/UE, article 33, 3, d) et f).

⁷⁰⁹ En raison de son impact très modéré sur la cotation des PME la Commission a initiée en décembre 2017 une consultation concernant la révision de certains textes permettant de rendre le statut de marché de croissance des PME plus attractif pour les petits émetteurs (European Commission, Building a proportionate regulatory environment to support SME listing (between 18th December 2018 and 27

delà des contraintes label de marchés de croissance de PME présente également des avantages pour les PME.

Il convient notamment de noter que les émetteurs cotés sur un marché de croissance des PME bénéficient d'une faculté de publier une information privilégiée sur le site internet de la plateforme à la place de leur site internet⁷¹⁰. Le Règlement abus de marché prévoit, dans sa version modifiée par le règlement 2019/2115⁷¹¹ aujourd'hui une dispense partielle de l'établissement des listes d'initiés complète en faveur des émetteurs dont les titres sont admis à la négociation sur le marché de croissance des PME. Le Règlement abus de marché n'exige qu'une liste simplifiée couvrant les « *initiés permanentes* »⁷¹² et non pas une liste d'initiés complète⁷¹³. Cette mesure est

February 2018), Consultation document, p. 18 et 19. Sur ce point : DEVÈZE J., « *Déclin de l'attrait de la cotation* », op.cit. ; KLING D., « *La transparence et les marchés financiers, Tendances actuelles* », Rev.s des Juristes de Sciences Po, 102, n° 9, Juin 2014. Dans l'analyse d'impact publié le 24 mai 2018 par la Commission estimé les coûts de la cotation sur le marché de croissance reste disproportionné vis-à-vis des PME (Commission européenne, Document de travail des services de la Commission résumé de l'analyse d'impact accompagnant le document: Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 596/2014 et le règlement (UE) 2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME, 24 mai 2018, partie A). Ainsi le législateur européen a renforcé en 2019 l'allègements dont les PME bénéficient dont les titres sont admis à la négociation sur un marché de croissance (« *Union européenne - Union des marchés de capitaux : faciliter l'accès des PME aux marchés financiers* », JCP E, n° 11, 14 Mars 2019, act. 165).

⁷¹⁰ Règlement (UE) n° 596/2014, Article 17, 9). Sur ce point : BENARD Y., DUHAMEL J. BILBAUM J., « *114, L'adaptation de la réglementation à la diversité des sociétés cotées* », Bull. Joly Bourse- n°06 - p. 262, 1^{er} juin 2012, section II, B).

⁷¹¹ Règlement (UE) 2019/2115 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant la directive 2014/65/UE et les règlements (UE) no 596/2014 et (UE) 2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME.

⁷¹² Règlement (UE) n° 596/2014 (« *les personnes qui, du fait de la nature de leurs fonctions ou de leur poste au sein de l'émetteur, disposent d'un accès régulier à des informations privilégiées* »).

⁷¹³ Avant l'entrée en vigueur du règlement modificatif de 2022 (Règlement d'exécution (UE) 2022/1210 de la Commission du 13 juillet 2022 définissant des normes techniques d'exécution pour l'application du règlement (UE) no 596/2014 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne le format des listes d'initiés et de leurs mises à jour les émetteurs sur le marché de la croissance des PME pouvaient dresser la liste d'initiés à posteriori sous certaines conditions fixées au sein de l'article 18, 6, a) du Règlement 596/2014. Sur ce point : DEVÈZE Jean, et al., « *Obligation d'établir des Listes d'initiés* », 965, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 22 décembre 2022 ; BENARD Y., DUHAMLL J., BILBAUM J., « *114, L'adaptation de la réglementation à la diversité des sociétés cotées* », op.cit., section II, B).

intéressante pour les jeunes entreprises. Il nous semble d'autant plus regrettable que le législateur français a décidé de ne pas l'appliquer aux marchés de croissances de PME français en utilisant l'exemption accordé aux législateurs nationaux par le règlement 2019/2115 sur ce point⁷¹⁴. Il nous semble, par ailleurs, également regrettable que le législateur européen ne semble plus autoriser l'établissement *à posteriori* des listes d'initiés⁷¹⁵.

Il convient également de faire mention des mesures européennes prises en matière de transparence financière ayant pour vocation de renforcer l'attractivité du label de marché de croissance des PME. Les opérateurs de SMN, disposant du label, peuvent choisir d'exempter les émetteurs autre que de titres de capital de la publication des rapports semestriels⁷¹⁶. En outre, les entreprises cotées sur un marché de croissance de PME peuvent également choisir d'établir un prospectus de croissance, au lieu d'un prospectus « *ordinaire* »⁷¹⁷. Le champ d'application du prospectus de croissance se trouve ainsi élargi⁷¹⁸. Enfin, les PME dont les titres sont admis à la négociation sur un marché de croissance se trouvent soumises à des conditions allégées en matière de conclusion de contrats de liquidité⁷¹⁹.

⁷¹⁴ Règlement (UE) 2019/2115, article premier, 4, b). Sur ce point : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Obligation d'établir une liste d'initiés – exigence maintenue pour les PME par la loi du 8 octobre 2021* », 5157, Lamy sociétés commerciales (article imposant l'établissement d'une liste d'initiés complète : article L.451-4 du Code monétaire et financier).

⁷¹⁵ Avant l'entrée en vigueur du règlement modificatif de 2022 (Règlement d'exécution (UE) 2022/1210 de la Commission du 13 juillet 2022 définissant des normes techniques d'exécution pour l'application du règlement (UE) no 596/2014 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne le format des listes d'initiés et de leurs mises à jour) les émetteurs sur le marché de la croissance des PME pouvaient dresser la liste d'initiés *à posteriori* sous certaines conditions fixées au sein de l'article 18, 6, a) du Règlement 596/2014. Sur ce point : DEVÈZE Jean, et al., *Obligation d'établir des Listes d'initiés*, 965, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 22 décembre 2022 ; BENARD Y., DUHAMLL J. BILBAUM J., « *114, L'adaptation de la réglementation à la diversité des sociétés cotées* », op.cit., section II, B).

⁷¹⁶ Règlement délégué (UE) 2019/1011 de la Commission du 13 décembre 2018 modifiant le règlement délégué (UE) 2017/565 en ce qui concerne certaines conditions d'enregistrement afin de favoriser l'utilisation des marchés de croissance des PME aux fins de la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil, article premier, 1).

⁷¹⁷ Règlement (UE) 2019/2115, article 2, 2).

⁷¹⁸ Règlement (UE) 2017/1129, Article 15, c bis.

⁷¹⁹ Règlement (UE) 2019/2115, article premier, 1). Les émetteurs bénéficient d'une dérogation du cadre juridique décrit au sein du règlement (UE) n°594/2014, article 13, 1) à 11).

Ces allègements ne nous paraissent toutefois pas suffisamment ambitieux pour attirer les PME sur les marchés financiers. Nous notons néanmoins que les changements visant à améliorer l'accès des PME sont toujours en cours. Le *Listing act package* envisage également de renforcer le rôle du marché de croissance des PME à travers l'assouplissement des règles en matière de droit de vote pour les sociétés cotées dont les titres sont admis à la négociation sur un marché de croissance des PME⁷²⁰.

2) *Le « Listing act package » et les allègements applicables aux marchés réglementés et aux systèmes multilatéraux de négociation*

124 Une diversité d'assouplissements initiée par le *Listing act package*. Le paquet réglementaire relatif à l'admission des PME à la négociation, également appelé « *Listing act package* », publié par la Commission européenne le 7 décembre 2022 contient une proposition de règlement et deux propositions de directives européennes et a pour objet d'améliorer les conditions d'admission à la négociation des PME en Europe⁷²¹.

Les propositions de modifications sont nombreuses et concernent les sujets fondamentaux pour les PME. Ces propositions allègent les critères relatifs à la cotation sur la Cote officielle⁷²² ; et mettent en place de nouvelles catégories de documents d'information : le document EU d'émission et de croissance et le prospectus UE pour les émissions subséquentes⁷²³. Nous soulignons que le document EU d'émission et de

⁷²⁰ Abordé *infra* n°126.

⁷²¹ European Parliament, *Listing act*, briefing, EU Legislation in Progress, p. 2.

⁷²² Revoyant à la baisse le pourcentage du capital à diffuser sur le marché l'occasion de l'admission à la négociation (Proposition de directive du parlement européen et du conseil, modifiant la directive 2014/65/UE afin de rendre les marchés des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux, et abrogeant la directive 2001/34/CE, article 1, (4)).

⁷²³ La proposition de directive prévoit la mise en place deux nouveaux types de document d'information : le « *Prospectus UE d'émission subséquente* » et le « *le document UE d'émission et de croissance* ». Le prospectus de UE d'émission subséquente remplace le régime d'information simplifié pour les émissions secondaires et le prospectus de relance de l'Union alors que le document d'information UE d'émission et de croissance remplace le prospectus de croissance (n°5 de l'introduction et article premier (7) de Proposition de règlement du parlement européen et du conseil

croissance semble présenter un document réellement allégé⁷²⁴ par rapport au prospectus de croissance, ce qui est particulièrement favorable aux jeunes pousses⁷²⁵.

D'autres propositions des visent à modifier les règles liées à l'encadrement des abus de marché, l'encadrement du droit de vote au sein des sociétés cotées ou encore sur la recherche en investissement.

125 Les assouplissements résultant du Règlement abus de marché. L'une des propositions faisant partie du *Listing act package* concerne les contraintes résultant du Règlement abus de marché qui sont susceptibles de présenter une charge disproportionnée pour les PME. La proposition vise à clarifier le périmètre de l'obligation de publication et à assouplir les conditions dans lesquelles les émetteurs peuvent différer leurs publications⁷²⁶. Ces modifications sont précieuses pour les *start-up* et pour les entreprises technologiques de manière générale pour lesquelles la confidentialité des informations (même temporaire) est particulièrement importante. Le *Listing act package* vise en outre à alléger les contraintes pesantes sur les PME en assouplissant les règles relatives aux sondages de marchés⁷²⁷ qui constitue un moyen intéressant pour les *start-up* pour évaluer l'intérêt des potentiels investisseurs sans être soumises à l'obligation de publicité.

modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014 fin de rendre les marchés des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux).

⁷²⁴ S'agissant des informations relatives à l'organisation de l'émetteur et de son historique financier le document UE d'émission et de croissance ne comporte que deux sections relativement légères sur la gouvernance de l'entreprise (VII de l'Annexe II de la Proposition de règlement du parlement européen et du conseil modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014) et sur les états financiers (VIII de l'Annexe II de la Proposition de règlement du parlement européen et du conseil modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014).

⁷²⁵ Proposition de règlement du parlement européen et du conseil modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014, consid. 29.

⁷²⁶ Proposition de règlement du parlement européen et du conseil modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014 afin de rendre les marchés des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux, article 2 (38).

⁷²⁷ La proposition de règlement vise à préciser que le régime juridique résultant du 5 du règlement (UE) n° 596/2014 est une simple faculté (Proposition de règlement du parlement européen et du conseil modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014, article 2 (36).

126 L'assouplissement des règles relatives au droit de vote multiple à l'échelle européenne. L'impact du *Listing act package* ne se résume pas à la modification des directives et règlements existants : le paquet législatif a également pour objectif de renforcer l'harmonisation d'un nouveau domaine qui est pour l'heure largement gouverné par les droits nationaux. Le *Listing act package* comprend en effet une proposition de directive qui a pour effet de permettre le maintien des actions assorties de droits de vote multiples après l'admission d'une société sur un marché de croissance des PME⁷²⁸.

La directive impose cependant des obligations aux sociétés souhaitant bénéficier de cette nouvelle liberté organisationnelle. Les décisions ultérieures portant sur les actions assorties de droits de votes multiples doivent être prises par l'assemblée générale des actionnaires et approuvées par la majorité qualifiée⁷²⁹.

En outre, la société ayant émis des actions assorties de droits de vote multiples doit adopter des mesures afin de limiter l'impact résultant du poids des actions concernées. La directive propose une limitation du poids des actions à travers un « *ratio maximal du poids des actions* » couplée d'une « *exigence relative au pourcentage maximal du capital social en circulation que le montant total des actions à votes multiples peut représenter* » ou une restriction d'utilisation des actions assorties de droits de vote multiples pour les questions relevant la compétence d'une assemblée générale et requérant la majorité qualifiée⁷³⁰. En outre les États membres peuvent prévoir un certain nombre de garanties supplémentaires⁷³¹.

Les mesures permettant de limiter l'impact résultant du poids des actions assorties d'un droit de vote multiple semblent équilibrées il nous semble regrettable que les États

⁷²⁸ Proposition de directive du parlement européen et du conseil, sur les structures avec actions à votes multiples dans les entreprises qui demandent l'admission à la négociation de leurs actions sur un marché de croissance des PME, article 4.

⁷²⁹ Ibidem., article 5, 1, a).

⁷³⁰ Ibidem, article 5, 1, b, 1.

⁷³¹ Ibidem, article 5, 2.

membres ont la possibilité de choisir entre les différentes mesures complémentaires qui peuvent être hétérogènes car la directive n'en établit pas de liste limitative.

L'absence d'harmonisation des garanties supplémentaires et leur limitation peuvent, de notre point de vue s'avérer préjudiciable du point de vue de l'efficacité du dispositif européen.

127 Les mesures permettant de faciliter de la recherche en investissement sur les émetteurs à faible et moyenne capitalisation. Le régime juridique mis en place par la Directive MIF II⁷³² s'est avéré contraignant (et fut largement critiqué⁷³³) pour les petits émetteurs en matière d'analyse financière, en raison notamment de la dissociation entre la rémunération des *brokers* et celle des analystes financiers.

⁷³² La Directive MIF II a apporté un changement majeur dans le modèle de rémunération des analystes financiers. En effet, la Commission européenne a imposé une rémunération des travaux de recherches réalisés pour le compte des entreprises d'investissement fournissant le service de gestion de portefeuille ou du conseil en investissement en séparant ainsi la rémunération des travaux de recherche et le service d'exécution d'ordre pour le compte de tiers. En effet, la Commission européenne a identifié une source potentielle de conflit d'intérêt résultant de l'existence d'un avantage (ou *inducement*) en faveur des sociétés consommatrices de recherche. Il s'agit des avantages non monétaires mineurs visés par l'article 12, 3° et 13 de la directive 2017/593. La définition donnée par le Règlement général de l'AMF : « *Un avantage non monétaire mineur acceptable doit être raisonnable, proportionné et d'un ordre de grandeur tel qu'il est peu probable qu'il influence le comportement du prestataire de services d'investissement d'une manière contraire aux intérêts du client.* » (Article 314-20 du Règlement général de l'AMF). Sur les *inducements* : GABAI K., « *Analyse financière* », op.cit. n°142). Sans rémunération perçue en contrepartie pour leurs travaux, les recherches réalisées par des analystes seront considérées comme des *inducements* et devraient être rejetées par l'entreprise consommatrice (GABAI K., « *Analyse financière* », op.cit., n°154). L'analyse de la Commission européenne n'a pas été partagée par toutes les autorités ayant menée des analyses sur la question : La FCA britannique dispose d'un avis divergent sur ce sujet : FCA, *Implementing MiFID II – multi-firm review of research unbundling reforms*, 19 septembre 2019.

⁷³³ La réforme initiée par la Directive MIF II a été largement critiquée, d'un point de vue général, en raison de l'appauvrissement de la recherche et de la diminution du volume de celle-ci ainsi qu'à cause des écarts de prix déflationnistes, de la concentration des flux vers les établissements étrangers et de la dégradation de la liquidité (GABAI Karine, *Analyse financière*, op.cit. n°202 ; BOISSEAU Laurence, *MiFID II : la recherche sera facturée à petits prix*, Les Échos, 30 août 2017). S'agissant des PME il est notamment reproché au dispositif actuel de dissocier la rémunération des *brokers* des commissions de courtage, qui découragerait les courtiers d'aller vers les clients de petite taille (GABAI K., *Analyse financière*, op.cit. n°208).

La baisse de la recherche sur les petites et moyennes capitalisations a incité le législateur européen à procéder à un premier changement réglementaire mettant fin à la dissociation de la rémunération perçues par des *brokers* au titre de la réalisation des travaux de recherche et au titre de l'activité de courtage pour les émetteurs ayant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard d'euros⁷³⁴. Le *Listing package* entend cependant aller encore plus loin en étendant la capitalisation boursière des émetteurs à 10 milliards d'euros et en instaurant un label propre à la recherche sponsorisée par l'émetteur⁷³⁵.

B) Les règles applicables aux marchés dédiés aux PME : Euronext Growth et Euronext Access

128 L'histoire des marchés dédiés aux PME. Dès les années 1970 il était possible de constater la présence de certains marchés, existant à côté de la Cote officielle destinés à des PME ou à des entreprises n'étant pas encore prêtes à l'admission à la négociation sur la Cote officielle. Pendant longtemps les marchés accessibles aux PME imposaient des conditions très hétérogènes aux émetteurs de titres. Afin de donner une illustration de ces conditions, et en guise d'introduction, nous présentons brièvement les principaux marchés historiques qui s'offraient aux PME.

128.1 Le hors-cote. Les entreprises qui ne souhaitent pas se soumettre aux exigences liées à l'admission à la Cote officielle pouvaient demander leur admission sur plusieurs autres lieux d'échange, notamment sur du marché hors-cote héritier du

⁷³⁴ Directive (UE) 2021/338 du parlement européen et du conseil du 16 février 2021 modifiant la directive 2014/65/UE en ce qui concerne les obligations d'information, la gouvernance des produits et les limites de position, et les directives 2013/36/UE et (UE) 2019/878 en ce qui concerne leur application aux entreprises d'investissement, afin de soutenir la reprise à la suite de la crise liée à la COVID-19, article premier, 3).

⁷³⁵ Directive du parlement européen et du conseil, modifiant la directive 2014/65/UE afin de rendre les marchés des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux, et abrogeant la directive 2001/34/CE, article premier (2).

marché de « coulisses »⁷³⁶. Malgré les conditions d'admission à la négociation allégées⁷³⁷ les émetteurs présents sur le hors-cote devaient quand même fournir des informations au public en vertu du règlement 90-08⁷³⁸.

Le hors-cote a été créé au début des années 1960 et a disparu par le décret de 1997 pris sur le fondement de la loi de modernisation des activités financières (ou « MAF »)⁷³⁹. L'inscription sur ce marché présentait un intérêt majeur pour les petits émetteurs qui n'avaient pas à se conformer à des règles d'admission. La demande de cotation s'effectuait par simple inscription qui consistait en la transmission de trois bilans régulièrement approuvés et après l'analyse réalisée par un intermédiaire indépendant⁷⁴⁰. En revanche, les obligations déclaratives pesantes sur les sociétés admises sur la Cote officielle restaient applicables aux sociétés admises au marché hors-cote, même si certaines obligations étaient assouplies. Il convient notamment de souligner que les conventions conclues entre une société cotée et ses actionnaires ne devait pas obligatoirement être transmises à l'autorité compétente en cas de négociation des titres sur le hors-cote⁷⁴¹. Cela pouvait constituer un atout pour les sociétés parties à des pactes d'actionnaires et donc s'avérer particulièrement favorable aux jeunes

⁷³⁶ Sur la naissance du Hors-cote : GRANIER T., « 235. Le retour en grâce du modèle que constitue le « marché réglementé ? », Bull. Joly Bourse, n°12, 1er décembre 2012, (p. 550 à 554) ; BRANDFORD-GRIFFITH H., « Petit guide juridique du hors-cote », Bull. Joly Bourse, n°03, 1er janvier 1993, p. 249 à 266.

⁷³⁷ BRANDFORD-GRIFFITH H., « Petit guide juridique du hors-cote », n°4 (en matière d'admission) ; n°5 (en matière de franchissement de seuils).

⁷³⁸ COB, *Règlement 90-08 relatif à l'utilisation de l'information privilégiée*, Bulletin COB n°237 juin 1990, article 1 : vise les marchés réglementés et l'article 2 inclut également le hors-cote.

⁷³⁹ Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, article 34 ; Décret n°97-1050 du 14 novembre 1997 portant suppression du relevé quotidien du hors-cote. Le hors-cote a été remplacé par le Marché libre en 1996. Sur la différence entre marché libre et Alternext : MULLER A.-C., « Modification des règles du marché Alternext (SMN) », RDBF, 178 n° 5, Septembre 2006, 1er septembre 2006, p. 32-34 ; VERDIERRE B., PORTE E., VACHERON A., « Incidences pratiques de la suppression du marché hors cote », Bull. Joly Bourse- n°05, 1er septembre 1998, (p. 604-614), section I.

⁷⁴⁰ BRANDFORD-GRIFFITH H., « Petit guide juridique du hors-cote », op.cit., n° 4. Sur ce point également : VERDIERRE B., « Incidences pratiques de la suppression du marché hors cote », op.cit. ; VAULET J.-P., « Sociétés de bourse : le monopole », Bull. Joly Bourse, p. 46, nos 128 et s.

⁷⁴¹ BRANDFORD-GRIFFITH H., *Petit guide juridique du hors-cote*, op.cit., n°5.

entreprises innovantes qui sont souvent amenées à conclure de tels pactes avec des capitaux-risqueurs. Les obligations relatives aux offres publiques étaient applicables aux sociétés cotées sur ce marché avec certains allègements⁷⁴² : les sociétés inscrites sur le hors-cote étaient soumises à une garantie de cours, à des règles relatives aux informations privilégiées⁷⁴³, à l'établissement de cours⁷⁴⁴ et à l'obligation d'information au public⁷⁴⁵. Les sociétés inscrites sur ce marché étaient en outre tenues à une obligation exacte, précise, et non trompeuse⁷⁴⁶.

128.2 Le Second marché. Au-delà du hors-cote, il convient de mentionner le Second marché créé en 1983⁷⁴⁷. Ce marché comportait également des particularités et avait pour objet de faciliter l'admission des PME⁷⁴⁸ jusqu'à la loi du 1996⁷⁴⁹. A partir de cette date les exigences pesant sur les émetteurs étaient assimilées à celles applicables aux marchés réglementés⁷⁵⁰. Lors de l'admission sur ce marché, les PME pouvaient bénéficier d'un régime d'admission allégé pendant une durée de trois années

⁷⁴² L'obligation de dépôt d'une offre publique liée au franchissement de seuil était limitée. La procédure de l'offre publique de retrait n'était par ailleurs, pas applicable aux sociétés inscrit sur le marché hors-cote (BRANDFORD-GRIFFITH H., « *Petit guide juridique du hors-cote* », op.cit., n°6). Ces procédures : COB, Règlement COB, no 89-03, art. relatif aux offres publiques et aux acquisitions de blocs de contrôle, articles 7 et 12.

⁷⁴³ BRANDFORD-GRIFFITH H., « *Petit guide juridique du hors-cote* », op.cit., n° 7. Le règlement COB relatif aux information COB, *Règlement 90-08 relatif à l'utilisation de l'information privilégiée*, Bulletin COB n°237 juin 1990, article 1.

⁷⁴⁴ Sur ce sujet : BRANDFORD-GRIFFITH H., « *Petit guide juridique du hors-cote* », op.cit., n°7 ; COB, *Règlement 90-4 relatif à l'établissement de cours*, Bulletin COB-n°237 juin 1990.

⁷⁴⁵ BRANDFORD-GRIFFITH H., « *Petit guide juridique du hors-cote* », op.cit., n°7 ; COB, *Règlement 90-02 relatif à l'obligation d'information du public*, Bulletin COB, n°237 juin 1990.

⁷⁴⁶ BRANDFORD-GRIFFITH H., « *Petit guide juridique du hors-cote* », op.cit., n° 7 ; COB, *Règlement 90-4 relatif à l'établissement de cours*, Bulletin COB-n°237 juin 1990. Une condamnation sur ce fondement : Cass. com., 14 nov. 1995, no 1903 P, Dehaye c/ COB, pourvoi n°93-13716. Commentaire sur la décision : LE CANNU P., « *Définition des personnes tenues à l'information due par les sociétés cotées* », Bull. Joly Bourse, n°02, 1er mars 1996, (p.111 à 116).

⁷⁴⁷ HOVASSE H., « *L'introduction des PME au second marché* », Bull. Joly Sociétés, n°10, 1er octobre 1998, (p. 1050 à 1053), partie introductive.

⁷⁴⁸ Ibidem.

⁷⁴⁹ Loi no 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, JORF n°154 du 4 juillet 1996 p. 10063.

⁷⁵⁰ HOVASSE H., « *L'introduction des PME au second marché* », Bull. Joly Sociétés - n°10 - p. 1050, 1er octobre 1998 (partie introductive).

qui leur permettait de préparer leur admission sur le Premier marché où l'ensemble des obligations leur étaient désormais applicables⁷⁵¹.

L'introduction des valeurs mobilières sur le Second marché était cependant plus complexe que leur introduction sur le hors-cote. Les sociétés, dont les titres étaient admis à la négociation sur ce marché devaient présenter leurs comptes annuels établis sur les deux exercices précédents et diffuser un nombre de titres représentant 10% de l'introduction en bourse⁷⁵². L'admission ne nécessitait toutefois pas de visa de la part de la COB et les entreprises admises étaient également exemptes de l'établissement des comptes semestriels jusqu'à la troisième année de leur cotation⁷⁵³. S'agissant de la publication des comptes et rapports annuels, la cotation sur le Second marché s'avérait néanmoins exigeante : la COB demandait un grand nombre d'informations au sein du rapport annuel sur le contexte économique de la société, les résultats et son actionnariat⁷⁵⁴. En outre la communication des chiffres d'affaires trimestriels⁷⁵⁵ était également exigée par la Commission. Le Premier marché et Second marché existaient jusqu'à la réforme d'Euronext en 2005, où ces marchés ont fusionné avec le marché EDR (ou *European Depositary Receipt*) afin de former un marché unique : l'Eurolist⁷⁵⁶. A côté du Second marché existait un autre marché créé pour les besoins des jeunes entreprises de croissance : le Nouveau marché.

⁷⁵¹ En cas décision défavorable les sociétés admises au Second marché pouvaient néanmoins retourner au marché hors-cote.

⁷⁵² COB, *L'introduction des PME au second marché*, Bulletin COB, n°219 novembre 1988, Annexe 1.5. Sur ce point : HOVASSE H., « *L'introduction des PME au second marché* », op.cit., A).

⁷⁵³ COB, *L'introduction des PME au second marché*, op.cit. n°2.1.1.2. Sur ce point : HOVASSE Henri, « *L'introduction des PME au second marché* », op.cit., A).

⁷⁵⁴ COB, *Instruction relative au second marché*, op.cit. n°2.12.2, a).

⁷⁵⁵ Ibidem, n°2.1.1.1.

⁷⁵⁶ DAIGRE, J.-J., « *Restructuration des marchés financiers français* », Bull. Joly Bourse, n°01, 1^{er} janvier 2005, p. 83, partie introductive et I, A), 1. ; LESIEUR G., « *Réforme de la cote Euronext : honneur aux mid et small caps !* », LPA, n°55, 18 mars 2005, p. 3 à 5 (Bascule vers le marché réglementé unique : Eurolist). Après la création de l'Eurolist le Premier marché, le Second marché et le Nouveau marché sont devenus des compartiments d'Eurolist où les valeurs étaient classées en fonction de leur capitalisation (A : capitalisations supérieures à 1 milliard d'euros ; B : capitalisations entre 150 millions et 1 milliard d'euros – *mid caps* et C : en dessous de 150 millions d'euros – *small caps*).

128.3 Le Nouveau marché. Le Nouveau marché a été créé en 1995⁷⁵⁷ dans l'objectif d'accueillir des entreprises jeunes qui disposant d'un fort potentiel de croissance. Les conditions d'admissions étaient similaires à celles du Premier marché avec certaines particularités : pour accéder au marché les entreprises n'étaient soumises à aucune exigence d'antériorité⁷⁵⁸ et n'étaient pas tenues de présenter leurs résultats ou leurs chiffres d'affaires⁷⁵⁹ mais devaient cependant posséder au moins 20 millions de francs sur leur bilan et disposer de fonds propres d'un million de francs. Elles devaient, en outre, établir un prospectus pour l'admission au marché⁷⁶⁰. Il convient de noter que la personne responsable du contenu de ce document était l'introduit-eur-teneur de marché qui disposait d'un rôle particulier vis-à-vis de l'émetteur. Ce prestataire dont la fonction était essentielle pour les introductions sur le Nouveau marché, devait avoir une très bonne connaissance du business plan et du produit développé par l'entreprise. Il avait également pour fonction de garder le lien avec les capitaux investisseurs et d'organiser l'introduction au marché. Ces devoirs lui confiaient une part très importante dans le succès de l'opération de l'introduction et notamment dans l'évaluation de la société. Cette proximité avec une personne directement responsable de l'opération d'introduction était susceptible de profiter aux jeunes entreprises

⁷⁵⁷ Le Nouveau marché était créé par la société du Nouveau Marché, qui a été absorbée en 1999 par la Société de Bourses Françaises.

⁷⁵⁸ DEVÈZE J., et al, « *L'évolution de la Bourse des valeurs mobilières* », 440-80, Lamy droit du financement, date d'actualisation : mars 2016.

⁷⁵⁹ PIETRACOSTA A., « *Réforme du Nouveau marché* », RDBF, 242, n° 6, Novembre 2003, p. 375 à 376.

⁷⁶⁰ COB, *Règlement 95-01, Relatif à l'information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le nouveau marché*, article 4 et COB, *Instruction d'application du règlement 95-01, Schéma de prospectus pour l'émission et/ou l'admission d'instruments financiers sur le Nouveau marché*, Bulletin Mensuel COB, Janvier 2002, N-2002, N°364 Ce document semblait accentuer les renseignements concernant l'activité de l'émetteur notamment au regard des risques encourus (risques juridiques, risques liés à l'environnement et risques techniques mentionnés en p. 97 et 98) mais également la politique d'investissement prévue par l'entreprise. L'importance des risques est également mise en valeur dans le Guide d'introduction au nouveau marché de la COB : COB, *Guide d'introduction au nouveau marché*, Bulletin COB n°314, juin 1997.

technologiques mais n'était pas sans risque notamment au regard de l'évaluation erronée de la société ⁷⁶¹.

Plus exigeant que le Second marché, le nombre de titres à diffuser sur le Nouveau marché était de 100 000 pour un montant de 10 millions de francs et d'au moins 20% du capital (dont la moitié de titres nouveaux)⁷⁶². Les sociétés admises à la négociation sur le Nouveau marché devaient respecter des obligations d'informations permanentes et des dispositions relatives aux offres au public, comme les sociétés admises à la Cote officielle⁷⁶³. Les entreprises visées n'étaient donc pas nécessairement des jeunes *start-up*, même si en cas de levée de fonds importante, une introduction au Nouveau marché pouvait s'avérer une opportunité intéressante. Après le succès considérable a suivi le lancement du Nouveau marché, ce marché a connu des graves difficultés au début des années 2000. Ces difficultés ont rendu nécessaire une révision des règles d'admission et d'informations et un rapprochement de celles-ci avec les règles des marchés réglementés⁷⁶⁴.

A la suite de la création du marché unique d'Eurolist les conditions d'admissions du Premier marché et du Nouveau marché se sont considérablement rapprochées. L'admission nécessitait désormais la publication des comptes annuels certifiés pour les trois exercices précédents à la demande d'admission et une diffusion au public du 25% du capital flottant⁷⁶⁵. En parallèle de ce changement les règles relatives aux informations du public ont également connu un changement considérable.

⁷⁶¹ DUBOCAGE E., REVEST V., « Une analyse conventionnaliste du prix d'offre des start-up sur le nouveau marché », Rev. d'économie financière, 96, 2010, (p.215-231), n° 222 et 223.

⁷⁶² LABBOZ B., « Le nouveau marché : organisation, statut, modalités d'admission », Bull. Joly Bourse- n°02, 1er mars 1996, (p. 105 à 110), section III, A).

⁷⁶³ LABBOZ B., « Le nouveau marché : organisation, statut, modalités d'admission », III, C). Il s'agissait des règlements : COB, Règlement 90-02 relatif à l'obligation d'information du public, Bulletin COB, n°237 juin 1990 ; COB, Règlement n°89-03, offre publique de retrait, communiqué, 17 juillet 2001 ; CMF, Décision n°98-30 relative aux règles de marché de la Société Nouveau marché, Rev. CMF, n°15 Février 1999.

⁷⁶⁴ PIETRACOSTA A., « Réforme du Nouveau marché », op.cit.

⁷⁶⁵ DAIGRE, J.-J., « Restructuration des marchés financiers français », op.cit., I, A), 2).

129 L'apparition d'un statut juridique unique pour les marchés des PME : les SMN.

Comme notre analyse préalable le démontre les émetteurs cotés sur les SMN sont susceptibles de bénéficier d'allègements considérables vis-à-vis de ceux dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé. En effet, les émetteurs souhaitant introduire leurs titres sur un SMN ne sont pas nécessairement concernés par les critères contraignants applicables aux marchés réglementés et ne se voient pas, en principe, appliquer les obligations informations résultant de la Directive transparence⁷⁶⁶.

Afin d'avoir une vision claire des exigences pesant sur les PME pour introduire leur titre sur un SMN, il convient d'examiner les règles applicables à certaines plateformes françaises. Il convient dans ce cadre d'analyser les règles d'admission, l'évolution et les exigences actuelles d'Euronext Growth (I) et d'Euronext Access (II) afin de comprendre si ces deux plateformes permettent de répondre aux besoins des PME innovantes souhaitant émettre leurs titres sur un SMN français.

1) Euronext Growth : un marché comportant des règles contraignantes au regard des PME

130 La création du marché Euronext Growth. La création d'Alternext⁷⁶⁷, l'ancêtre d'Euronext Growth, a eu lieu à l'image d'*Alternative Investment Market* britannique né en 1995. A Paris, Alternext a ouvert ses portes en 2005, à Amsterdam en 2006, à Lisbonne en 2011 d'abord sous forme de marché visant « à répondre aux attentes des sociétés recherchant des opportunités de financement par le marché boursier tout en bénéficiant de conditions d'accès à la cote simplifiées et offrir ainsi aux investisseurs un niveau de transparence propre à satisfaire leurs exigences ». ⁷⁶⁸ L'initiative a connu un succès considérable avant les années 2010. ⁷⁶⁹

⁷⁶⁶ Ces aspects sont abordés *supra* n°110

⁷⁶⁷ Rev. Lamy dr. aff., « *Alternext et le Marché libre ont changé de nom* », N° 128, 1er juillet 2017, 1er juillet 2017.

⁷⁶⁸ DEVÈZE J. et al., « *Présentation* », 838, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022 ; DEVÈZE Jean et al., « *Déclin de l'attrait de la cotation* », op.cit..

⁷⁶⁹ DE WATRIGANT C., « *Alternext : après deux ans, l'heure du premier bilan* », LPA, n°207, 16 octobre 2007, (p. 3 à 7), section I.

Avant le lancement d'Alternext le nombre des titres émis par des entreprises nouvelles n'a pas cessé de décroître sur les marchés réglementés, Alternext a réussi à capter les petits émetteurs souhaitent avoir recours aux marchés financiers pour lever des fonds.⁷⁷⁰

Alternext a pris le nom d'Euronext Growth en juin 2017. Euronext Growth n'est pas un marché réglementé au sens de l'article L. 421-1 du Code monétaire et financier. Il s'agit d'un SMN organisé par Euronext Paris⁷⁷¹.

Le statut d'Euronext Growth est particulier au regard du cadre juridique européen distinguant les marchés réglementés et les SMN. Après changements déclenchés par la Directive MIF I, l'AMF a élaboré dans son Règlement général un chapitre dédié aux systèmes multilatéraux de négociation organisés (« SMNO »)⁷⁷². Les SMNO, dont le régime correspond en réalité très largement à ceux des SMN, doivent notamment mettre en œuvre un dispositif relatif au respect des règles en matière d'abus de marché⁷⁷³ et une procédure d'offre publique obligatoire⁷⁷⁴.

En plus de ces spécificités Euronext Growth a obtenu en octobre 2019⁷⁷⁵ le statut de marché de croissance des PME⁷⁷⁶ ce qui a entraîné des conséquences directes sur les règles d'admission à la négociations applicables aux émetteurs (et notamment sur

⁷⁷⁰ Ibidem.

⁷⁷¹ DE WATRIGANT C., « *Alternext* », JCl. Banque, 1680, Crédit, Bourse, date de mise à jour : 1er juin 2014, n°2.

⁷⁷² Les obligations propres aux SMNO sont décrites Article 525-1 à 8 du Règlement général de l'AMF

⁷⁷³ Ces plateformes de négociation doivent mettre en place un dispositif « *pour assurer le contrôle du respect par les membres et les émetteurs des obligations reprises des dispositions du chapitre IV du titre I du livre III et des dispositions définies par le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014* » (article 525-6 du Règlement général de l'AMF).

⁷⁷⁴ Article 525-1, 3° du Règlement général de l'AMF et 235-1 du Règlement général de l'AMF et s.

⁷⁷⁵ Euronext, *Les marchés Euronext Growth obtiennent le statut de marché de croissance des PME*, 29 octobre 2019,

⁷⁷⁶ Article L.424-6 et s. du Code monétaire et financier.

l'absence d'établissement de liste d'initiés complète et sur la possibilité d'établir prospectus de croissance⁷⁷⁷).

131 Les conditions d'admission d'Euronext Growth. Euronext Growth est connu comme l'une des plateformes de négociation la plus adaptée aux PME en France. L'admission à ce marché reste toutefois soumise à des conditions en réalité exigeantes⁷⁷⁸.

La première admission des titres de capital peut s'effectuer de trois manières : par offre au public, soumise à un prospectus, si le montant de l'opération excède 2,5 millions d'euros, par Placement privé exempté de prospectus ou par l'admission directe pour les titres déjà admis à négociation sur un marché éligible⁷⁷⁹. L'admission des titres ayant fait l'objet d'une opération de Placement privé semble favoriser les PME et les *start-up*. La cotation par Placement privé semble aujourd'hui séduire de nombreuses entreprises, et notamment les entreprises avec un potentiel de croissance élevée⁷⁸⁰.

Il convient toutefois préciser qu'une PME souhaitant procéder à une admission par Placement privé sur Euronext Growth ne peuvent pas se contenter d'avoir un seul investisseur : ils doivent en disposer de trois investisseurs au moins⁷⁸¹. Montant de la levée de fonds doit en outre atteindre 2,5 millions d'euros⁷⁸².

Le seuil d'introduction relatif aux admissions à la négociation des titres de créance à Euronext Growth est différent de celui applicable aux titres de capital. En cas de

⁷⁷⁷ Evoqués *supra* n°123.

⁷⁷⁸ ROUAUD A.-C., « *Marchés réglementés et autres plateformes de négociation* », op.cit., n°180 à n°188 ; LAPRADE F., M., « *Admission aux négociations* », Bull. Joly Bourse- n°05, 1er septembre 2007, p. 621 à 623.

⁷⁷⁹ Euronext, Règles de marché d'Euronext Growth, n°3.2.1, date de publication 7 juin 2019
AMF, Décision du 8 octobre 2019 relative aux modifications des règles de fonctionnement du Livre I d'Euronext Growth Paris suite à l'entrée en vigueur du règlement (UE) 2017/1129.

⁷⁸⁰ DEVÈZE J., et al., « *Première admission à la négociation* », 840, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 22 décembre 2022.

⁷⁸¹ Euronext, Règles de marché d'Euronext Growth date de publication 22 mars 2022, p. 20 et 21, n° 3.2.1, (ii)

⁷⁸² *Ibidem*.

Placement privé il s'agit de 200 000 euros.⁷⁸³ Si ces conditions semblent plus légères que celles applicables aux titres de capital il convient de rappeler que de manière similaire à l'Euronext, l'obtention d'une notation est obligatoire⁷⁸⁴ pour les titres de créance avant l'admission à la négociation.

Il convient en outre de rappeler que les entreprises, ayant opté pour une admission par Placement privé, doivent également communiquer un document d'information relativement lourde qui contient notamment une description complète de l'émetteur⁷⁸⁵, les rapports financiers annuels et (ou décrire la tendance financière générale des deux derniers exercices⁷⁸⁶) et une description de la structure actionnariale⁷⁸⁷. En outre de ces conditions l'ensemble des émetteurs qui demandent une admission sur Euronext Growth doivent avoir publié les comptes certifiés des deux dernières années de leur existence⁷⁸⁸. Enfin les émetteurs de titres de capital doivent nécessairement désigner un listing sponsor⁷⁸⁹. Nous notons néanmoins que l'accompagnement par un tel professionnel peut comporter des atouts du point de vue d'un jeune émetteur⁷⁹⁰.

132 Les obligations d'information pesant sur les émetteurs admis à la négociation sur Euronext Growth. Outre les obligations d'informations permanentes prévues par le Règlement abus de marché (auxquels sont soumis l'ensemble des émetteurs dont les titres

⁷⁸³ Ibidem.

⁷⁸⁴ Règles de marché d'Euronext Growth, p. 23, n° 3.3.4.

⁷⁸⁵ Règles de marché d'Euronext Growth, p. 47, Annexe III, n°2.2, (i).

⁷⁸⁶ Ibidem, Annexe III, n°2.2, (ii).

⁷⁸⁷ Ibidem, Annexe III, n°2.2, (vi).

⁷⁸⁸ Règles de marché d'Euronext Growth, p. 22, Annexe III, n°3.2.3.

⁷⁸⁹ Règles de marché d'Euronext Growth, p. 20, n°3.1.3.

⁷⁹⁰ Le listing sponsor doit en effet obligatoirement conseiller l'émetteur (Règles de marché d'Euronext Growth, p. 53, n°5). Les listing sponsors vérifient si les émetteurs se conforment ou non aux obligations légales et réglementaires résultant de l'admission. Ces agents, qui jouent un rôle majeur dans la procédure d'introduction, sont les interlocuteurs de l'entreprise du marché et sont chargés de conseiller l'émetteur concernant les obligations incombant à ce dernier. Ils interviennent non seulement lors du processus d'admission à la cotation (dans l'élaboration du prospectus et dans la vérification de la conformité de l'émetteur avec les règles de marché) mais ils veillent également à la conformité de l'entreprise cotée au regard de ses obligations relatives de transparence. Sur l'utilité des listing sponsors : ROUAUD A.-C., *Marchés réglementés et autres plateformes de négociation*, op.cit., n°186 et DE WATRIGANT C., « *Alternext* », op.cit. n°8 et s.

sont négociés sur une SMN), les émetteurs sont soumis à des obligations d'informations périodiques.

Il appartient notamment à l'émetteur de titres de capital admis à la négociation de publier des rapports annuels et semestriels⁷⁹¹. Les sociétés cotées sur Euronext Growth sont néanmoins exemptées de publication de rapport de gestion en cas d'émission de titre de capital⁷⁹². Cela est étonnant dans la mesure où le Code monétaire et financier⁷⁹³ et le Règlement général de l'AMF⁷⁹⁴ n'exigent, en effet, pas l'établissement d'un rapport semestriel des émetteurs cotés sur SMN (même en présence d'un marché de croissance des PME⁷⁹⁵).

Dans l'ensemble, les obligations pesant sur les jeunes entreprises en cas de demande d'admission sur Euronext Growth peuvent s'avérer lourdes, surtout si nous ajoutons aux obligations de *reporting* les obligations permanentes résultant du cadre juridique relatif aux abus de marché⁷⁹⁶.

⁷⁹¹ Les émetteurs de titres de créance se voient imposer des obligations informations moins lourdes. Ces derniers doivent publier des rapports annuels dans les quatre mois après la fin de l'exercice (Euronext, Règles de marché d'Euronext Growth date de publication 22 mars 2022, p. 28 et 29 n° 4.2.1 (titres de capital) et n°4.2.2 (titres de créance).

⁷⁹² Euronext, Règles de marché d'Euronext Growth date de publication 22 mars 2022, p. 28 et 29 n° 4.2.1, p. 28 et 29, n°4.2.1. AMF, Panorama synthétique des principales obligations des émetteurs, guide à destination des PME/ETI document synthétique de l'AMF, octobre 2017 p. 4.

⁷⁹³ Article L.451-1-2, I (rapport annuel) et III (rapport semestriel) du Code monétaire et financier.

⁷⁹⁴ 222-3 (rapport annuel) et 222-4 du Règlement général de l'AMF (rapport semestriel).

⁷⁹⁵ Article D.424-2-1, 3° du Code monétaire et financier.

⁷⁹⁶ Nous notons que l'émetteur doit également informer l'entreprise de marché, sur le fondement de l'information permanent, concernant un certain nombre d'opérations sur titres et son dirigeant est tenu de déclarer les titres financiers qui sont admis à la négociation sur Euronext Growth à l'AMF qui rend publiques les acquisitions, cessions et souscriptions ou échanges d'actions de la société (ainsi que les transactions opérées sur des instruments financiers qui sont liés (Règles de marché d'Euronext Growth, op.cit., n° 4.5.1).

2) *Euronext Access : un marché doté de règles d'admission assouplies par rapport à Euronext Growth*

133 Les caractéristiques d'Euronext Access. S'agissant des systèmes multilatéraux français existant, il convient également de mentionner Euronext Access, créé en 1996. Héritier du Marché libre⁷⁹⁷ (qui a lui-même était précédé par le marché hors-cote), Euronext Access appartient à la catégorie des SMN non-organisés qui cible la catégorie des « *entreprises qui souhaitent financer la prochaine étape de leur développement et bénéficier de la notoriété de la cotation, sans avoir à répondre à toutes les exigences liées à une cotation sur les marchés réglementés* ». ⁷⁹⁸ Le marché contient à côté du segment Normal un segment dédié aux blocs de titres sur les valeurs moyennes et des PME en croissance, Euronext Access +. Ce segment du marché a pour objet de faciliter les transferts vers Euronext Growth. L'avantage considérable d'Euronext Access par rapport à Euronext Growth réside dans la souplesse d'admission à la négociation et dans les règles applicables aux émetteurs dont les titres sont admis à la négociation. Cette souplesse peut être dû au fait qu'Euronext Access ne bénéficie pas du statut de marché de croissance de PME (comme nous l'avons indiqué, les marchés de croissance de PME doivent respecter des règles particulières en matière de *reporting* périodique⁷⁹⁹).

134 Les conditions d'admission sur Euronext Access. L'admission à la négociation sur Euronext Access peut s'effectuer de trois façons : par Offre au public soumise à un prospectus, par Placement privé ou par admission technique, qui ne nécessite pas de levée

⁷⁹⁷ ROUAUD A.-C., « *Marchés réglementés et autres plateformes de négociation* », op.cit., n°152; HOVASSE H., « *Suppression du marché hors cote* », Dr. sociétés, 1998, comm. n° 15 ; BONNEAU T., « *Marché libre OTC* », Dr. sociétés, avril 2006, n° 65. Il convient cependant de noter que les conditions d'admission au Marché libre étaient différentes des conditions d'admission actuelles à Euronext Access. En 2001 les règles de marché n'ont pas fait l'état de condition de fonds propres applicable aux émetteurs (Marché libre, *Note d'organisation*, en vigueur du 1^{er} juin 2001, juin 2001) alors que dès 2007 les sociétés souhaitant émettre leur titre sur le marché devaient disposer d'au moins 225 000 euros de capital social intégralement libéré (Marché libre, *Note d'organisation*, en vigueur du 1^{er} juin 2001, juin 2001). Aucune contrainte en matière de capital social minimum ne s'applique aux sociétés souhaitant demander leur admission sur Euronext Access aujourd'hui.

⁷⁹⁸ DEVÈZE J., et al., « *Marché libre/Euronext Access* », 832, Lamy du financement, date d'actualisation : 22 décembre 2022.

⁷⁹⁹ Nous avons abordé ce sujet *supra* n°123.

de fonds préalable sous forme d'Offre au public (soumise à la publication d'prospectus) ou Placement privé⁸⁰⁰.

De manière similaire à l'Euronext Growth, au sein du marché sur Euronext Access la nomination d'un listing sponsor, demeure obligatoire⁸⁰¹.

Toutefois, par rapport à Euronext Growth les conditions liées à la diffusion des titres de capital sont moindres : seules les dispositions applicables à Euronext Access + requièrent que les titres de capital soient diffusés dans le public pour un montant d'au moins d'un million d'euros et de publier des états financiers annuels pour les 2 exercices comptables précédents.⁸⁰² Le marché ne met pas en avant de conditions spécifiques pour les Placements privés, ce qui constitue un allègement considérable par rapport pour les PME vis-à-vis d' Euronext Growth.

De plus, les règles d'Euronext Access renvoient directement au régime juridique issu du Règlement abus de marché et n'imposent pas d'exigences particulières au regard de l'établissement de rapport financier annuel, semestriel ou encore de rapport de gestion. Seules les règles relatives à l'Euronext Access + imposent la communication de tels documents⁸⁰³. Les conditions applicables au segment Normal d'Euronext Access font simplement mention de l'obligation de publication des états financiers annuels⁸⁰⁴ et requièrent aux émetteurs d'une vérification de conformité annuelle avec les règles relatives au Règlement abus de marché⁸⁰⁵ ainsi que la communication des informations relatives aux opérations affectant les titres admis à la négociation.⁸⁰⁶

Il est cependant possible de se demander si les obligations relatives à l'établissement des rapports s'appliquent ou non à l'ensemble des titres négociés sur Euronext Access,

⁸⁰⁰ Règles de marché d'Euronext Access, date d'entrée en vigueur : 19 juin 2017, p. 13, 2.1.

⁸⁰¹ Ibidem. p. 13, 2.2.2.

⁸⁰² Règles de marché d'Euronext Access, p. 13, n°2.3.

⁸⁰³ Ibidem, 18, n°3.2.2.

⁸⁰⁴ Ibidem, p. 17, n° 3.1.2.

⁸⁰⁵ Règles de marché d'Euronext Access, p. 17, n° 3.1.1 et 3.1.4.

⁸⁰⁶ Ibidem, n°3.15.

eu égard aux précisions en ce sens au sein du guide communiqué par l’Autorité des marchés financiers⁸⁰⁷.

135 Conclusion de l’analyse des marchés secondaires dédiés aux PME. Pour conclure, il est intéressant de noter que les règles applicables à Euronext Access et à Euronext Growth connaissent des disparités importantes en termes d’informations requises de la part des émetteurs. Tandis que les règles applicables à Euronext Access renvoient directement aux règles résultant du Règlementation abus de marché Euronext Growth semble exiger des conditions supplémentaires en cas de cotation s’agissant notamment au titre de l’information périodique.

Il n’est pas certain que les obligations d’informations supplémentaires, pesant sur les PME innovantes soient préjudiciables à ces dernières. En effet, en l’absence de communication appropriée, les jeunes sociétés cotées perdraient en visibilité sur les marchés. De plus, la grande majorité des obligations informations financières périodiques et permanentes pesaient déjà sur les émetteurs alors même qu’Euronext Growth (alors Alternext), a connu un succès considérable (au regard du nombre de cotations) entre 2007 et 2012⁸⁰⁸. Il est dès lors possible de s’interroger sur la pertinence de l’allègement des conditions relatives aux informations périodiques ou permanentes.

⁸⁰⁷ Position-recommandation AMF DOC-2016-05, *Guide de l’information périodique des sociétés cotées*, op.cit, p. 59 et s., Annexe 1. Sur l’absence d’obligations relatives à l’information réglementée DEVÈZE J., et al., « *Règles applicables* », 833, Lamy droit du financement, date d’actualisation : 22 décembre 2022.

⁸⁰⁸ LECUYER H., « *Alternext, où l’électronique au soutien du financement des PME* », Communication Commerce électronique n° 1, Janvier 2006, commentaire 12 ; DE WATRIGANT C., « *Alternext : des premiers pas encourageants* », JCP E, 1484, n° 41, 13 Octobre 2005, (p. 1688 à 1689), n°2 ; Les années 2007 et 2012 étaient très intenses en termes de cotation : 100 sociétés cotées en 2007 et 180 en 2012 : DE WATRIGANT C., « *Alternext* », op.cit., n°3.

Conclusion du Chapitre II

136 Un accès difficile au financement par Offre au public de titre ou au financement sur les marchés. Dans ce chapitre nous avons recherché si, au regard du droit français l’Offre au public de titres financiers et l’introduction « *en bourse* » sont des moyens de financements adaptés aux jeunes entreprises innovantes.

Tandis que l’Offre au public de titres ne paraît pas se heurter à des obstacles majeurs pour les entreprises dont la structure est déjà bien établie (*late stage*), elle reste inadaptée à des jeunes entreprises en raison de l’absence d’historique financier de ces dernières. Le document prospectus devant être publié par les *start-up* contient une quantité importante d’informations basées sur des données financières de l’entreprise concernée dont plusieurs sont potentiellement lacunaires ou inexistantes en présence d’une jeune entreprise. L’introduction sur un marché réglementé ou sur un SMN est également susceptible de faire peser des charges financières trop importantes sur les jeunes pousses.

Les jeunes entreprises innovantes qui parviennent à introduire leurs titres sur un marché réglementé ou sur un SMN doivent également faire face à des contraintes importantes résultant du droit des sociétés cotées. Ces contraintes se manifestent notamment à travers les obligations de *reporting* permanent et périodique et à travers les règles contraignantes résultant du droit des sociétés cotées. Pour ces raisons, la majorité des *start-up* semble privée de l’opportunité de se financer sur les marchés réglementés ou sur les SMN.

137 Des évolutions notables en droit français en faveur du financement de *start-up*.

Le droit français a néanmoins connu des évolutions considérables au regard de la notion de l’APE qui a notamment permis d’élargir et de clarifier le régime du placement privé. Si la technique du Placement privé est, sur le plan théorique, plus adaptée aux *start-up* que l’IPO elle reste également peu accessible pour la majorité des petites entreprises. Les obligations et le modèle d’affaire des intermédiaires intervenant dans les opérations de Placement privé

semblent, en effet, difficilement conciliables avec les besoins des jeunes entreprises innovantes.

Nous notons néanmoins les récentes initiatives législatives pour faciliter l'accès des PME aux plateformes de négociation : l'allègement des règles liées à l'établissement d'un prospectus et la création d'un cadre juridique spécifique au marché de croissance des PME. Plus récemment, le législateur européen a entamé une réforme importante du cadre juridique européen visant à faciliter l'accès des PME aux plateformes de négociation à travers notamment un allègement des règles relatives aux abus de marché.

Conclusion du Titre I

138 Les contraintes inhérentes au crédit bancaire et à l’Offre au public de titres. Le crédit bancaire et l’Offre au public de titres ne semblent pas des moyens de financement adaptés au financement des jeunes pousses. Certains obstacles empêchant les *start-up* de faire appel à ces moyens de financement trouvent leur source dans les caractéristiques mêmes des produits financements employés ou encore aux spécificités de l’opération.

En effet, le crédit bancaire comporte des inconvénients pour les jeunes pousses. Il s’agit un effet d’un instrument de dette qui est naturellement tourné vers la défaillance l’entreprise financée. La structure organisationnelle et l’importance des établissements de crédit semblent également difficilement à conciliables avec les risques que présentent les *start-up*. Ces établissements remplissent un rôle essentiel du point de vue la société. L’importance de leur rôle est davantage accentuée par leur capacité à centraliser les fonds reçus du public. Il semble, dès lors, essentiel de leur imposer un cadre juridique exigeant, afin d’éviter leur éventuelle défaillance. Or, un cadre juridique visant à réduire les risques liés à l’activité des établissements de crédit semble difficilement conciliable avec le caractère naturellement risqué des projets de *start-up*.

Tout comme la stabilité financière des établissements de crédit, le bon fonctionnement des marchés financiers est essentiel pour l’économie. Le bon fonctionnement des marchés est assuré à travers des exigences en matière de transparence des émetteurs. Or, ce sont précisément ces règles (résultant aujourd’hui des Règlements prospectus et abus de marché et de la Directive transparence en droit européen) qui semblent incompréhensibles avec la jeunesse des *start-up*, qui ne disposent souvent pas d’historique financier.

139 Les exigences réglementaires associées aux opérations de crédit bancaire et d’Offre au public de titre : entre évolution favorable et renforcement des exigences vis-à-vis des jeunes entreprises. Les exigences résultant des accord Bâle II et Bâle III ont

considérablement renforcé le cadre prudentiel applicable aux établissements de crédit qui semblent en effet de plus en plus réticents d'octroyer des crédits à des entreprises sans historique financier. La réglementation relative au prospectus s'est également enrichie, notamment en ce qui concerne les exigences en matière d'audit.

Le crédit bancaire et l'Offre au public de titres ont cependant connu des évolutions favorables au regard pour les *start-up* du fil des années. Il suffit de citer en guise d'illustration la prise en compte des spécificités des PME en matière prudentielle, la mise en place d'un prospectus de croissance des PME ou encore la création du statut de marché de croissance des PME.

Les mesures prises par le législateur européen ne semblent aujourd'hui pas suffisantes donner accès aux jeunes entreprises au financement par crédit ou au financement par Offre au public de titres. Il est cependant possible de se demander si, compte tenu de l'importance des établissements de crédit et des marchés financiers pour l'économie, des allègements substantiels du cadre réglementaire actuel sont souhaitables. En effet, la remise en cause des principes fondateurs de la réglementation prudentielle ou encore celle de la transparence des marchés pourrait fragiliser l'économie entière.

140 Les produits de financement employés en matière d'Offre au public de titres : des instruments adaptés au financement des *start-up*. Il convient enfin de noter que les instruments employés dans le cadre d'une Offre au public de titres ne sont pas nécessairement en inadéquation avec les besoins des jeunes pousses.

Les titres de capital, ainsi que certaines valeurs mobilières donnant accès au capital, pouvant être échangés dans le cadre d'une Offre au public de titres, peuvent en effet permettre de capturer le potentiel de croissance de la jeune entreprise.

Les atouts des titres de capital, comme nous le verrons dans les développements à venir, peuvent être exploités en cas de financement par capital-risque, moyen de financement accessible à la majorité des *start-up*.

TITRE II : LE CAPITAL-INVESTISSEMENT : UN MOYEN DE FINANCEMENT ADAPTE MAIS INSUFFISANT POUR LE FINANCEMENT DES *START-UP*

141 Un lien historique fort avec le financement des jeunes entreprises innovantes.

Le capital-investissement est fréquemment considéré comme l'un des moyens de financement principaux des PME à fort potentiel de croissance⁸⁰⁹. L'expression « *start-up* » est elle-même la preuve de la proximité du financement par le capital avec les jeunes entreprises innovantes. Le terme *start-up* est, en effet, fréquemment employé pour se référer aux sociétés en phase de démarrage financées par capital-investissement⁸¹⁰. Afin de comprendre les raisons sous-jacentes à cette proximité il convient d'abord d'étudier l'histoire du capital-investissement.

Si le financement des entreprises par des capitaux privés peut être retracé jusqu'à l'Antiquité le capital-investissement destiné aux jeunes entreprises innovantes n'est apparu qu'à la première moitié du XX^{ème} siècle⁸¹¹.

La création de l'*American Research and Development Corporation* (ci-après « ARD »), qui avait pour objet le financement des entreprises en phase de création par des capitaux privés

⁸⁰⁹ Sur le caractère adapté du capital-investissement à la croissance des PME : WINTON A., YERRALIMI V., « *Entrepreneurial Finance Bank versus Venture Capital* », *Journal of Financial Economics* 88, 51–79, 12 Janvier 2008, p. 52 à 54 ; COLE R., CUMMING D., LI D., « *Do Banks or VCS spur small firm growth*, *Journal of International Financial Markets* », *Institutions & Money* 60-72, 2016, p. 61. Sur la corrélation de la croissance rapide des entreprises et le financement par capital-investissement : UEDA M., « *Bank versus venture capital* », op.cit., p. 5 ; CUMMING Douglas, LI D., « *Do Banks or VCS spur small firm growth* », op.cit., p. 3 à 6.

⁸¹⁰ Nous avons abordé cette question *supra* n°4.

⁸¹¹ CERVEAUX K. L., *Analyse de la pertinence du modèle du capital investissement*, op.cit., p. 32.

lors des années 1940 aux Etats-Unis⁸¹², est fréquemment considérée comme le point de départ historique de l'émergence du capital-investissement destiné aux entreprises en phase d'amorçage et de démarrage, généralement appelé « *capital-risque* ».

La société ARD ne visait toutefois pas l'ensemble des jeunes entreprises. La société cherchait à investir dans les entreprises innovantes et technologiques⁸¹³. Les années 1970 ont été en effet marqué par la montée en puissance du capital-risque américain⁸¹⁴, permettant l'émergence des entreprises spécialisées dans l'informatique (sociétés Apple ou Intel)⁸¹⁵.

⁸¹² Ibidem, p. 31 et 32.

L'apparition du capital-risque en France est intervenue quelques années après l'émergence de ce moyen de financement aux Etats-Unis. Malgré la présence du capital-investissement en France depuis des années 1950, ce moyen de financement n'a pris de l'importance qu'au cours des années 1980. Sur ce point : LACHMANN J., *Capital-risque et capital-investissement*, op.cit., p. 21 à 26 ; BERTONECHE Marc, GAUTHIER P., VICKERY L., *Le Capital-risque*, op.cit. p. 6 à 28 et p. 90.

⁸¹³ Après quelques investissements ayant demeurés infructueux, la stratégie de la société ARD a enfin apporté le retour sur investissement espéré à la suite des investissements réalisés dans le domaine de l'équipement d'automobile et les outils électriques (NICHOLAS T., *The Origins of High Tech Venture Investing in America*, CFA Institute Research Foundation, 2016, p. 231). Ce sont les prises de participations au sein des entreprises de nouvelle technologie qui ont présenté des véritables succès (notamment l'investissement dans le Digital Equipment Corporation). Sur ce point: (NICHOLAS T., *The Origins of High Tech Venture Investing in America*, op.cit., p. 229 à 233).

⁸¹⁴ CERVEAUX K. L., *Analyse de la pertinence du modèle du capital investissement*, op.cit., p. 30 à 35. L'auteur souligne qu'entre les années 1968 et 1975 les opérations de capital-risque ont connu une croissance importante avec l'apparition de nombreux nouveaux acteurs, notamment de banques d'investissements sur le marché (Donaldson, Luftkin et Jenrette). La croissance de l'activité de capital-risque aux Etats-Unis a été marquée par la mise en place National Venture Capital Association (ou NVCA) en 1973. Le gouvernement américain a également mis en place un programme de financement dédié aux fonds d'investissement sous le nom de *Small Business Administration*. Le gain de terrain du capital-risque français peut être illustrée par la création de l'Association Française des Investisseurs en Capital en 1984 ou AFIC, appelé aujourd'hui France Invest (CERVEAUX K. L., *Analyse de la pertinence du modèle du capital investissement*, op.cit., p. 36). Il convient également faire mention de l'association de capital-risque européen l'European Venture Capital Association (ou EVCA) créée en 1983 aujourd'hui connu sous le nom Invest Europe. Le capital-risque européen a atteint des montants considérables en 1997 (environ 10 milliards d'écus). Sur ce point : LACHMANN J., *Capital-risque et capital-investissement*, op.cit., p. 23. Pour une comparaison aux Etats-Unis les montants levés en 1997 représentaient 11,7 milliards de dollars environ (LACHMANN J., *Capital-risque et capital-investissement*, op.cit. p. 21).

⁸¹⁵ CERVEAUX K. L., *Analyse de la pertinence du modèle du capital investissement*, op.cit., p. 37. Egalement sur ce point : p. LACHMANN J., *Capital-risque et capital-investissement*, op.cit., p. 22 et

Les montants de financement ont enfin atteint leur sommet historique vers les années 2000⁸¹⁶.

Si parmi les cibles des capitaux-risqueurs figuraient également les entreprises *low-tech* (comme la société Federal Express) les sociétés financées par capital-risque présentaient très fréquemment un caractère innovant qui résultait de leur *business model* ou des caractéristiques des produits ou services commercialisés⁸¹⁷. Le focus de l'activité de capital-risque restait, dès lors, centré autour du domaine de la nouvelle technologie⁸¹⁸.

142 Les particularités du capital-risque français et européen. Outre le lien historique du capital-investissement avec le financement des *start-up*, il convient d'insister sur certaines spécificités du marché français et européen du capital-risque d'un point de vue institutionnel et économique.

142. 1 Une volonté politique de promouvoir l'investissement de capital-risque en France et au sein de l'Union européenne. S'agissant de la France, il convient d'abord de souligner une volonté très marquée, existante depuis les années 1970, d'apporter un soutien aux jeunes entreprises innovantes à travers des organismes spécialisés dans le financement par fonds propres suivant une mission d'intérêt public⁸¹⁹ mais également par les établissements encadrant l'écosystème du capital-risque.

23 ; PAULRE B., *Le capital-risque aux Etats-Unis : structure et évolution du système*, op.cit., p. 48 et 49.

⁸¹⁶ AUSIANDRA Y., *L'évolution institutionnelle du capital risque dans l'environnement du web 2.0, Une étude comparative et transdisciplinaire*, thèse, 19 avril 2017, op.cit., p. 32.

⁸¹⁷ La société Federal Express a notamment été financée par capital-risque : GOMPERS A. Paul, «*The Rise and Fall of Venture capital*», Business and economic history, Volume 23, no. 2 Winter 1994, p. 3 et 4.

⁸¹⁸ GUILHON B., MONTCHAUD S., « *Le capital à risque et les jeunes entreprises innovantes : problématique et enjeux* », Rev. internationale PME, in : *Les stratégies de croissance des jeunes entreprises de haute technologie*, volume 16, numéro 3-4, 2003, p. 70 ; LERNER J., NANDA R., « *Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn* », Working paper 20-131, Harvard Business school, 2020, p. 5.

⁸¹⁹ La mise en place des véhicules de financement spécialisés dans le financement des PME et de l'innovation (les sociétés de développement régionales les instituts de participation régionaux et les sociétés financières de l'innovation) est mentionnée *infra* n°216.

A ce titre, il convient d'insister sur le rôle de Bpifrance⁸²⁰, ou les accélérateurs SATT⁸²¹ qui jouent un rôle très important dans le financement des sociétés en phase d'amorçage mais également les incubateurs de la recherche publique (qui sont susceptibles d'accompagner les jeunes entreprises pour réaliser des levées de fonds)⁸²².

⁸²⁰ S'agissant de l'activité de capital-investissement de Bpifrance : S. Hayez, F. Savel., *Bpifrance : entreprises et territoires*, Revue. d'économie financière, 132°, 2018/04, p. 179 à 189, n°180 et 184. Sur l'activité d'investissement de Bpifrance : Bpifrance, *Rapport annuel, Bpifrance participations*, p. 20 et 21, 2020 ; Bpifrance, *Impact de Bpifrance, indicateurs*, 2020. Le rôle de Bpifrance en matière de valorisation fait l'objet de développements ultérieurs *infra* n°231.2.

⁸²¹ Les SATT ont été créées en 2010 dans le cadre du programme d'investissement d'avenir (loi n° 2010-237 du 9 mars 2010 de finances rectificative pour 2010). Sur la possibilité des SATT de participer au capital des sociétés : Article L.4211-1, 8° du Code général des collectivités territoriales ; ALBERT J.-L., « Chapitre 2 (folio n°70) - Bases constitutionnelles du droit financier local », Encyclopédie des collectivités locales, Dalloz, Février 2018, n°168. Sur l'intervention des SATT dans l'accompagnement des entreprises technologiques : DOU H., « Innovation et industrialisation : Un enjeu pour la France », Vie & sciences de l'entreprise n°201, 2016/01, p. 181 et s., n°4.1 et s.; NEMESSANY V., « Établissements publics de recherche – entreprises. Comment se construisent les relations d'approche et de maturation technologique ?, Chapitre 8. », La Recherche et l'Innovation en France 2015, p. 19 et s. ; ADNOT P., *Les Satt : Des structures de valorisation de la recherche publique qui doivent encore faire la preuve de leur concept*, in : *Rapport d'information au nom de la commission des finances (1) sur les sociétés d'accélération de transfert de technologies (SATT)*, Sénat n°683, rapport déposé le 16 juillet 2017.

⁸²² L'article 1 et 2 de loi no 99-587 du 12 juillet 1999 sur l'innovation et la recherche (loi « Allègre ») a institué un statut dédié aux incubateurs de recherches publics qui ont pour objectif de favoriser la création des entreprises et de les accompagner dans la préparation des levées de fonds. Les incubateurs Allègre doivent nécessairement avoir le statut d'établissement d'enseignement (MSCHERIAKOFF A.-S., PRIEUR J., SUEUR V., « Structure juridique de l'incubateur et statuts des personnels », RDBF n° 2, Mars 2000, p. 121 à 127, dossier 100012, 1.). Ces établissements doivent conclure un contrat avec les incubés qui sont nécessairement des entreprises nouvelles (sur ce point : FRISON-ROCHR M.-A., BERGER P., « Les liens juridiques entre l'incubateur et l'incubé : le contrat d'incubation », RDBF n° 2, Mars 2000, dossier 100014, (p.131 à 136), n°3. Ce contrat peut prendre la forme (en présence d'une entreprise en cours de formation ou d'entreprise unipersonnelle) d'un contrat d'appui au projet d'entreprise (CAPE). Le CAPE a été mis en place en 2003 par le législateur français (loi n° 2003-721 du 1 août 2003 pour l'initiative économique instituant l'article L.127-1 du Code de commerce, article 20), et a permis d'encadrer la relation entre les personnes physiques et les incubateurs apportant un soutien aux futurs dirigeants d'entreprises dans la création de leur structure. Sur ce contrat : CHAIEHLOUDJ W. et al., « Le contrat d'appui au projet d'entreprise », 395, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 19 mai 2023 ; FRISON-ROCHR M.-A., BERGER P., « Les liens juridiques entre l'incubateur et l'incubé : le contrat d'incubation », op.cit., n°9). Pour plus de précisions sur les incubateurs publics et leur travail : TARILLON C., *Les représentations des dirigeants en*

Enfin il convient de mentionner les dispositifs nationaux pour le financement de l'innovation (et notamment le « *Programme d'investissement d'avenir* »)⁸²³ et l'effort de l'Union européenne en faveur du financement de ce segment du marché en particulier à travers le Fonds Européen d'Investissement (ou « FEI »)⁸²⁴. Le FEI a mis en place un dispositif dans le cadre du programme Horizon Europe⁸²⁵ afin de réaliser sur ses propres ressources des opérations de capital-risque à destination des PME de manière indirecte⁸²⁶.

matière de croissance et de gouvernance à l'origine des trajectoires des start-up, thèse, 26 novembre 2014, op.cit., ainsi que p. 208 à 212. Sur le processus de création de *start-up* au sein des incubateurs : IMIKIRENE K., « *Médiation et ressources sociales dans la création d'une spin-off universitaire, Enquête exploratoire sur le processus d'incubation* », thèse, Université de Nancy, soutenu le 10 décembre 2008, p. 51 et s. ainsi que TARILLON C., *Les représentations des dirigeants en matière de croissance et de gouvernance à l'origine des trajectoires des start-up*, op.cit, n°157 et s.

⁸²³ Le Programme d'Investissements d'Avenir constitue un dispositif ambitieux du financement de l'innovation. Son 4^{ème} volet est actuellement en cours (depuis 2021 et pour les 4 prochains années). Sur le lancement du 4^{ème} volet du programme : Gouvernement, *4^{ème} programme d'investissement d'avenir*, dossier de presse, 8 janvier 2021. Sur le dispositif PIA : Gouvernement, *Conseil de l'innovation*, dossier de presse, 6 janvier 2021, notamment p. 6 et 7. Il convient citer le fonds pour l'innovation et l'industrie créé au sein de Bpifrance (Gouvernement, *Fonds pour l'innovation et l'industrie*, rapport 2020). Au titre d'exemple il est également possible de mentionner le Fonds national de valorisation qui a permis la création des SATT (Investissement d'avenir, action : fonds national de valorisation, volet : accélération, cahier de charges de l'appel à projets, date de lancement : 22 février 2021, date de clôture : 15 septembre 2021).

⁸²⁴ Le FEI a été créé en 1994 par la Banque Européenne d'Investissement (94/375/CE: Décision du Conseil, du 6 juin 1994, sur la participation de la Communauté, en qualité de membre, au Fonds européen d'investissement). Le FEI est, en effet issu d'un partenariat public-privé : PERALDI-LENEUF F., *Banque européenne d'investissement (BEI)*, JCl. Europe Traité Fasc. 242, 16 novembre 2012, n°109. Sur la Banque Européenne d'Investissement (institué par le traité de Rome du 25 mars 1957). Son statut est fixé aujourd'hui aux articles 308 et 309 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne).

⁸²⁵ Sur l'Horizon Europe: European Commission, *Horizon Europe, The Next EU Research & Innovation Investment Programme* (2021-2027). Sur le programme lié à l'innovation au sein d'Horizon d'Europe: Proposal for a Decision of the European parliament and of the council on establishing the specific programme implementing Horizon Europe – the Framework Programme for Research and Innovation, COM/2018/436 final - 2018/0225 (COD), pillar III.

⁸²⁶ Sur le programme dédié aux capitaux-risqueurs (« *InnovFin Equity* ») : European Investment Fund, European Commission, *InnovFin Equity*, novembre 2016. Sur les activités du FEI lié au capital-investissement : Rapport de la Commission et de la Banque européenne d'investissement au Conseil - Activités du FEI en matière de capital-risque financées sur ressources propres, COM/2001/0405 final,

142. 2 La faiblesse persistante du capital-risque européen par rapport au capital-risque américain et chinois sur le plan économique. Malgré l'effort politique européen visant de promouvoir le capital-risque il convient de constater que l'Union européenne reste largement derrière les deux États, qui constituent les sources principales du financement par fonds propres à destination des jeunes entreprises innovantes à l'échelle mondiale : les Etats-Unis et la Chine⁸²⁷.

Si l'écart reste important cette faiblesse doit toutefois être relativisée. L'Union européenne a, en effet, connu une croissance forte au cours des dernières années en matière de volumes des fonds levés par capital-risque⁸²⁸. La France reste, par ailleurs, un acteur important dans ce domaine de financement par rapport à d'autres États

n°3 ; European Investment Fund, *The European venture capital landscape an EIF perspective, Volume I : The impact of EIF on the VC ecosystem*, working paper 2016/34, p. 17 et s.

⁸²⁷ Pour une comparaison de la taille du marché du capital-risque : DUTEN E., « *Will Europe eventually catch up with the US and China ?* », Les Echos, 11 octobre 2021 ; BELLUCCI A., GIANLUCA G., NEPELSKI D., Technical Report, *Venture Capital in Europe, Evidence-based insights about Venture Capitalists and venture backed firms*, European Commission, JRC Technical report, 2021, notamment p. 22. Une thèse réalisée sur le capital-risque compare les divergences du modèle américain et européen. L'analyse révèle des différences importantes en ce qui concerne le taux d'échec à la sortie par sur les marchés financiers, de la taille de fonds d'investissement et leur performance (HUY TO V., *Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital-risque français*, op.cit. p. 42 à 46). D'autres analyses comparatives des taux d'échecs à la sortie par introduction sur les marchés financiers et performance de fonds : SAHUT J.-M., BRAUNE E., « *Venture Capital in Europe : Myth and Reality* », January 2015 in BAKER K., FILBECK G., KIYMAZ H., *Private Equity : Opportunities and Risks*, Oxford University Press, 2015, p. 11 et 12, n°2.2.1 ; HEGE Ulrich, PALOMINO F., SCHWEINBACHER A., « *Venture Capital Performance: The Disparity Between Europe and the United States* », Finance, Vol. 30, 2009/1, p. 7 à 50.

⁸²⁸ Les études récentes d'Invest Europe font en effet apparaître une croissance claire au sein de l'Union européenne au regard du montant des investissements en phase de *start-up* (Invest Europe, *Investing in Europe, Private equity activity 2020, Statistics on Fundraising, Investment & Divestments*, 2020, p. 14 et 15 ainsi que 43 et s.).

membres de l'Union européenne⁸²⁹. Les fonds levés connaissent une augmentation nette au sein de l'Hexagone depuis les années 2010⁸³⁰.

Dans le cadre de notre analyse nous tenterons, dans un premier temps, d'évaluer les éventuels obstacles auxquels les jeunes entreprises innovantes doivent faire face pour accéder au financement par capital-investissement en France et au sein de l'Union européenne.

Nous essayerons, dans un premier temps, de mettre en lumière les points forts du cadre juridique français au regard de ce moyen de financement (Chapitre I). Nous examinerons dans un second temps les spécificités du capital-investissement intermédié en France (Chapitre II).

⁸²⁹ Sur la place de la France dans le marché du capital-investissement européen : BELLUCCI Andrea, GIANLUCA G., NEPELSKI D., Technical Report, *Venture Capital in Europe, Evidence-based insights about Venture Capitalists and venture backed firms*, 20 op.cit., p. 26 et 27.

⁸³⁰ France Invest, *Activité du non-coté en France : capital-investissement et infrastructure*, op.cit., p. 43.

CHAPITRE I : L'ADEQUATION DU CAPITAL- INVESTISSEMENT AU FINANCEMENT DES START-UP

143 Le capital-investissement comme une opération de prise de participation.

Comme précisé dans l'introduction de la présente thèse, le capital-investissement se compose de plusieurs phases dont le capital-amorçage et le capital-risque au sens strict et l'*early stage*. Ces phases reflètent les différentes étapes financement en fonds propres accordés aux jeunes entreprises innovantes⁸³¹.

Plutôt qu'à la phase de développement des sociétés cibles nous nous intéresserons dans le présent chapitre aux caractéristiques juridiques de l'opération de capital-investissement afin de comprendre les raisons de l'adéquation de ce moyen de financement aux *start-up*.

Dans le présent chapitre nous nous contenterons d'aborder l'opération de capital-investissement au sens strict, sous l'angle d'une opération de prise de participation dans une société cible. Nous traiterons, dans le second chapitre du présent titre l'opération de capital-investissement au sens large et notamment les problématiques propres au capital-investissement intermédié.

144 Les caractéristiques juridiques d'une opération de capital-investissement.

L'expression capital-investissement, au sens strict du terme, désigne une opération de prise de participation au sein d'une société avec un objectif essentiellement financier (et non pas entrepreneurial)⁸³². Cette opération, par laquelle le capital-risqueur obtient le statut

⁸³¹ Sur les différentes étapes du capital-risque voir *supra* n°4.

⁸³² Nous avons abordé la définition du capital-risque *supra* n°4.

d'associé au sein de la société cible⁸³³, revêt toutefois des caractéristiques juridiques bien identifiables⁸³⁴.

⁸³³ Il convient de noter que l'entrée au capital de la société cible reste incertaine et intervient de manière décalée en cas de souscription à une valeur mobilière donnant accès au capital. Nous aborderons les spécificités de ces instruments au du 2ⁿ de la Section II du présent Chapitre.

⁸³⁴ La position du capital-investisseur, et plus largement celle de l'investisseur, se distingue de celle d'un associé « ordinaire ». Le droit des sociétés et le droit civil français ne permettent toutefois pas de différencier de manière claire les deux statuts sur le plan juridique. Les attributs fondamentaux du statut de l'associé résident dans la propriété des droits sociaux (sur la notion de l'associé et la propriété des droits sociaux : COUPET C., « *Associé-notion de l'associé* », Fasc. 1090, JCl. Commercial, date d'actualisation : 20 janvier 2023, n°8 et n°11). Les critères de la qualité d'associé peuvent également être déduits de l'article 1832 du Code civil qui évoque les critères de participation aux bénéfices et aux pertes ; la mise en commun des apports et l'*affectio societatis* (sur ce point COUPET C., « *Associé-notion de l'associé* », op.cit., n°19 et 20 ; MAGNIER V., *Droit des sociétés*, Dalloz, octobre 2022, p. 36 et s., n°45 et s. DONDERO B., *Droit des sociétés*, Dalloz, 7^{ème} édition, 2021, p. 167 et 168, n°236 et 237). Une partie de la doctrine juridique soutient l'indépendance de la notion d'investisseur de celle d'associé (LUCAS F.-X., « *Du contrat de société au contrat d'investissement* », RDBF n° 2, Mars 2005, étude 5, (p.50 à 52), notamment n°14). Le fondement du courant doctrinal distinguant les associés des investisseurs réside, en effet, dans la présence ou dans l'absence d'affection societatis entre les parties au contrat de société (MARIOT A., « *Affectio societatis* », Fasc.20-10, JCl. Sociétés Traité, date de mise à jour : 21 septembre 2016, n°72 à 76). Les investisseurs semblent, selon ce courant doctrinal, dépourvus d'*affectio societatis* ce qui leur permettrait de jouir d'une liberté très large dans l'organisation de leurs rapports avec les autres associés (sur ce point : LEDAN J., *L'investisseur en droit privé et Dr. fisc. français*, LGDJ, 2021, p. 145, n°206 et s.). Ce raisonnement semble toutefois critiquable à plusieurs égards : en raison de l'absence de contours juridiques clairs de la notion de l'*affectio societatis* (LEDAN J., *L'investisseur en droit privé et Dr. fisc. français*, op.cit., p. 154 et s., n°223 et s.) et en raison des conséquences potentiellement préjudiciables de la reconnaissance d'un statut propre aux investisseurs, conférant plus de liberté à ces derniers par rapport aux associés « ordinaires » (LEDAN J., *L'investisseur en droit privé et Dr. fisc. français*, op.cit., p. 145, n°206, 155 et 166 n°225 et n°226). La qualité d'investisseur s'apparente plutôt une qualité « *physiologique* » (LEDAN J., *L'investisseur en droit privé et Dr. fisc. français*, op.cit., p. 156, n°227), au regard de l'entrepreneuriat dans la mesure où l'investisseur considère les droits sociaux « *non à raison de leur usage mais à raison de leur valeur* » (PORACCHIA D., MERCIER V., *Les tiers*, in : BONNEAU T., LE DOLLAY E., NABASQUE H., *La sortie de l'investisseur*, Lexis Nexis, 2007, p. 31). Il s'agit d'une approche qui consiste à réaliser à des gains (TEHRANI A., *Les investisseurs protégés en droit financier*, Lexis-nexis, 2015, p. 501, n°396) toute en acceptant des risques qui sont inhérents au processus d'investissement (TEHRANI A., *Les investisseurs protégés en droit financier*, op.cit., p. 511, n°401 ; LUCAS F.-X., « *Les actionnaires ont-ils toute la qualité d'associé ? Brefs propos discursifs du thème de l'associé et de l'investisseur* », RDBF 2002, N° 4, 4 juillet 2002, II, B)). La jurisprudence fait néanmoins une distinction entre associés et bailleurs de fonds que nous aborderons *infra* n°171. Par ailleurs, le droit financier français, sous l'influence du cadre juridique européen, définit l'investisseur qualifié au sein de l'article 411-2, II, 2 du Code monétaire et financier. Le terme investisseur

D'abord, l'opération est réservée à un nombre limité d'investisseurs et se déroule en général de façon confidentielle. Par ailleurs, l'opération de capital-investissement n'est, par définition, pas réalisée sur des titres cotés sur un marché réglementé ou sur un SMN. Si le financement d'une *start-up* reste possible à travers l'admission à la négociation des titres, le capital-risque semble viser uniquement les entreprises n'ayant pas encore procédé à une IPO. L'introduction sur un marché est en effet considérée, par la littérature économique, comme la fin de l'opération *private equity*⁸³⁵.

Le caractère « *réserve* » de l'opération de capital-investissement et l'absence de cotation des titres sont importants à la fois pour l'investisseur et pour la jeune entreprise innovante. Ils constituent en effet la source de la souplesse de l'opération, qui n'est en principe pas soumise aux contraintes résultant du droit financier contrairement à l'Offre au public de titres⁸³⁶.

145 Une diversité de produits employés répondant aux besoins des jeunes entreprises innovantes. Les titres de capital ne sont pas les seuls instruments utilisés dans le cadre d'une opération de capital-investissement. Ce moyen de financement connaît aujourd'hui une grande diversité quant aux produits employés. Cette diversité permet de répondre aux risques spécifiques des jeunes entreprises innovantes et d'exploiter le potentiel de croissance de ces dernières.

Le développement des produits adaptés aux besoins des *start-up* était particulièrement spectaculaire aux Etats-Unis au cours des années 2000. Il est possible de faire mention de

professionnel ou client professionnel est employé dans un contexte de gestion collective, sur ce point voir *infra* n°205).

⁸³⁵ Le capital-investissement peut prendre fin par une opération de rachat de la *start-up* par cessionnaire tiers ou par une opération d'introduction sur un marché réglementé ou sur un SMN, également appelées « *sorties* » (ou « *exit* »). La sortie désigne dans ce contexte la cession de la participation des investisseurs (sur les différents moyens de sortie : HAFIED F., *Capital-risque et le financement de l'innovation, Évaluation des start-up, modes de financement, montages*, Deboeck, 1^{ère} édition, 2019, p. 19, n°2.5 ; France Invest, *Guide des bonnes pratiques du capital innovation*, Edition 2019, p. 81 et s.).

⁸³⁶ Une opération de capital-investissement intermédié peut néanmoins être soumise au cadre juridique résultant du droit financier. Nous aborderons ces contraintes au sein du Chapitre II du présent Titre.

l'émergence des instruments sur mesure comme le *simple agreement for future equity* (« SAFE ») ou le *keep it simple security* (« KISS »)⁸³⁷.

Cette tendance était également perceptible en France. Les changements législatifs et réglementaires successifs ont permis l'émergence de produits hétérogènes et adaptés aux *start-up*. Parmi eux, les actions de préférence, qui sont issues d'une longue évolution mais également les valeurs mobilières donnant accès au capital. Ces dernières réunissent les avantages de titres de capital et des titres créance dans un seul produit réduisant ainsi l'un des risques principaux liés à l'investissement dans les *start-up* : la dépréciation des droits sociaux.

Afin de comprendre en quoi le capital-investissement est adapté aux besoins des *start-up*, nous examinerons d'abord les avantages et les risques résultant des caractéristiques principales des opérations de capital-investissement ainsi que les atouts du droit français dans ce domaine (Section I). Nous aborderons dans un second temps la diversité des instruments financiers employés dans le cadre d'une opération de capital-risque (Section II).

⁸³⁷ Nous aborderons le SAFE *infra* n°192. S'agissant du KISS : COYLE F. J., GREEN M. J., « *The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing* », *Contracts*, 103 *Minnesota Law Review Headnotes* 42 (2018), UNC Legal Studies Research Paper, 13 August 2018, p. 101 à 125.

Section I : Une adéquation résultant de certaines caractéristiques de l'opération et de la souplesse du droit français

146 L'adéquation du capital-investissement aux *start-up*. Le capital-risque nous semble adapté aux jeunes entreprises innovantes pour deux raisons principales.

La première est liée à la nature des produits employés dans le cadre de l'opération : les titres de capital. Contrairement aux créanciers les investisseurs bénéficient d'une position leur permettant de maximiser les gains potentiels qu'ils peuvent retirer de la cession de l'entreprise et profitent également des bénéfices réalisés par cette dernière. Une telle position cache des avantages non négligeables en présence d'une jeune pousse, dont la valeur peut connaître une augmentation rapide et radicale au cours des premières années de son développement⁸³⁸.

La seconde est liée aux modalités d'entrées en relation entre la *start-up* et l'investisseur. La liberté propre au processus d'entrée en relation et la souplesse juridique la phase précontractuelle en matière de capital-investissement permettent aux investisseurs de tirer profit de leur position avantageuse dans le cadre de la négociation avec la *start-up*. La position des capitaux-risqueurs leur permet notamment d'évaluer, outre la probabilité de défaillance, le potentiel de croissance de la jeune entreprise innovante et de l'exploiter de manière optimale⁸³⁹.

147 La souplesse du cadre juridique français dans l'aménagement des documents contractuels. L'investissement en capital reste une opération à haut risque en contrepartie d'un bénéfice potentiellement élevé. Les capitaux-investisseurs semblent, dès lors,

⁸³⁸ Nous avons abordé le fort potentiel de croissance, comme l'une des caractéristiques des *start-up* *supra* n°3. Sur la courbe en « J » dans un contexte de gestion collective : HAFIED Faycal, *Capital-risque et le financement de l'innovation, Évaluation des start-up*, op.cit., p. 26 et 27, n°4.

⁸³⁹ Pour une comparaison avec la position des établissements de crédit : WINTON A., YERRALIMI V., « *Entrepreneurial Finance Bank versus Venture Capital* », op.cit., p. 52 et 53 ; Sur la méthode de sélection des capitaux-risqueurs dans la pratique : LACHMANN J., *Capital-risque et capital-investissement*, op.cit., p. 48 et 49.

contraints d'assurer la bonne gouvernance de la *start-up* travers des clauses spécifiques et doivent également être soucieux de se prémunir contre la dépréciation de la valeur de leur invitement, en cas d'échec du projet.

Le cadre juridique français confère aujourd'hui une liberté importante aux capitaux-investisseurs afin d'atteindre cet objectif. Le droit français a, en effet, connu une évolution importante au cours des dernières décennies qui a permis de conférer une place importante à la liberté contractuelle dans l'organisation des rapports existants entre *start-up* et capitaux-risqueurs.

Il convient dans un premier temps d'analyser les caractéristiques principales d'une opération de capital-risque (1§) afin d'examiner dans quelle mesure le cadre juridique français permet aux capitaux-investisseur d'anticiper les risques propres aux jeunes entreprises innovantes (2§).

1§) Les avantages résultant de certaines caractéristiques de l'opération de capital-investissement

148 Les différents atouts de l'opération. Afin de comprendre dans quelle mesure le capital-investissement répond aux besoins des jeunes entreprises innovantes, il est nécessaire, dans un premier temps, d'étudier les atouts qu'un investisseur peut exploiter dans le cadre d'une opération sur les titres de capital non cotés (A). Dans un second temps, il convient d'examiner la marge de manœuvre de l'investisseur dans l'évaluation de la société cible et dans la négociation menée avec cette dernière (B).

A) Les avantages résultant des droits conférés par les titres de capital : une position favorable par rapport aux créanciers

149 Les différents droits conférés aux investisseurs. Nous nous intéresserons lors des prochains développements aux droits accordés aux investisseurs par les titres de capital. Nous analyserons dans un premier les droits financiers conférés aux investisseurs (1) pour

aborder dans un second temps avantages liés aux droits politiques et informationnels que les détenteurs de ces titres obtiennent (2).

1) *Une possibilité d'exploiter la croissance rapide d'une start-up*

150 Un droit aux bénéfices réalisés par la société. Dans le cadre d'une opération de capital-risque l'investisseur obtient des droits sociaux en contrepartie de son apport⁸⁴⁰ qui lui permettent de profiter des bénéfices réalisés par la société⁸⁴¹ (à travers la distribution de dividendes⁸⁴²) en principe, proportionnellement aux droits sociaux détenus⁸⁴³.

Cette situation s'avère avantageuse du point de vue de l'investisseur⁸⁴⁴. Rien n'interdit en effet à la société de procéder à une distribution de dividende importante en cas d'activité très rentable⁸⁴⁵. Le capital-risqueur pourra donc tirer pleinement profit de la

⁸⁴⁰ Article 1843-2 du Code civil. L'apport en numéraire semble le type d'apport le plus pertinent dans le cadre d'une opération de capital-risque. Sur la notion de l'apport : COUPET C., « *Associé - La notion de l'Associé* », op.cit., n°19. Sur les types d'apport dont l'apport en numéraire : DONDERO B., *Droit des sociétés*, op.cit, p. 48, n°40 et p. 53, n°48 (et sur la formation du capital-social : p. 51, n°45 et n°46). Les droits sociaux fondamentaux obtenus en contrepartie des apports sont le droit de participer aux décisions collectives et le droit de profiter des bénéfices de la sociétés (visés par les articles 1844 et 1844-1, al. 1 du Code civil).

⁸⁴¹ Articles 1832, al. 1 et 1844-1, al. 1 du Code civil. GALLOIS-COCHET D., « *Associé* », Joly Études Société, 1er mai 2021, n°178 : les associés sont rémunérés par les bénéfices générés par la société sous forme de dividendes (fraction des revenus perçue fréquemment par la société lors de l'exercice précédent), par droit aux réserves et par le droit au boni de liquidation.

⁸⁴² L.232-12, al. 1. du Code de commerce. Il s'agit de la forme principale des bénéfices : C. Coupet, *Associé - La notion de l'Associé*, op.cit.n° 178 ; DONDERO B., *Droit des sociétés*, op.cit., p. 167, n°237. Sur les différentes formes de dividendes : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Forme du dividende* », 304, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 13 février 2023.

⁸⁴³ Sur le principe de répartition proportionnelle des bénéfices : article 1844-1, al. 1 du Code civil (sur ce point : GALLOIS-COCHET D., *Associé*, op.cit., n°180).

⁸⁴⁴ Il convient toutefois rappeler que la position d'un actionnaire reste également plus risquée que celle d'un créancier. BOFFA R., DUHAMEL J.-C., *La distinction associé/créancier à l'épreuve du risque, Analyse juridique appliquée au « private equity*, thèse, Université Lille 2, 2013, p. 20 ; THOMAS P., « *Les principes de finance d'entreprise, Corporate Finance* », Création de valeur, 2^{ème} édition, Rev. Banque, 2014, p. 25 à 30.

⁸⁴⁵ Cela est rendue possible par le fonctionnement de la société : la décision de distribution des bénéfices peut être prise par la collectivité des associés en vertu de l'article L.232-12, al. 1. du Code de commerce, s'agissant des sociétés commerciales (CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Circonstances de la répartition* », 376, Lamy sociétés commerciales, 14 février 2023).

réussite de la jeune entreprise une fois que celle-ci aura atteint la rentabilité, contrairement à un créancier⁸⁴⁶, dont la rémunération n'est pas sensiblement affectée par l'ampleur du succès de la *start-up*.

Cette situation comporte également des atouts du point de vue de la *start-up*. La société émettrice du titre de capital n'est soumise à aucune obligation de remboursement périodique, comme c'est le cas en présence d'un titre de créance ou d'un contrat de crédit⁸⁴⁷.

Le financement par titres de capital permet donc d'écarter, le risque financier pesant sur la jeune pousse résultant de l'obligation de remboursement d'un crédit avec des échéances mensuelles, qui pourrait s'avérer une charge difficilement compatible avec la trésorerie faible d'une jeune structure.

En outre, la rémunération des associés est conditionnée à la réalisation des bénéfices⁸⁴⁸ et aucun droit à un versement de redevance forfaitaire ne peut être attaché aux droits sociaux des associés⁸⁴⁹. Sont également interdites les clauses indiquant un intérêt fixe ou intercalaire⁸⁵⁰. Ces clauses sont, en effet, contraires au principe résultant de l'article L.232-15 du Code de commerce.

⁸⁴⁶ Le créancier d'une société n'a pas vocation de tirer profit des bénéfices d'une société, faute de statut d'associé, il a seulement droit de percevoir une rémunération dont le montant est fixé contractuellement et dont la modification requiert le consentement des deux parties.

⁸⁴⁷ BOFFA R., DUHAMEL J.-C., « *La distinction associé/créancier à l'épreuve du risque, Analyse juridique appliquée au « private equity »* », op.cit., p. 19.

⁸⁴⁸ La distribution des dividendes fictifs est prohibée par l'article L.242-6, 1° du Code de commerce et par articles L.244-1, al. 1 (SA et SAS). S'agissant de la SAS : GODON L., « *Société par actions simplifiée* », Bulletin Joly Études, 7 février 2019, n°14, n°78 et 204 S'agissant de la SA : MOULIN J.-M., « *Sociétés anonymes-Droits des actionnaires* », Fasc. 1484, JCl. Commercial, date d'actualisation : 20 janvier 2023, n°55.

⁸⁴⁹ LUCAS F.-X., CAFFIN-MOI M., « *Théorie de bénéfices et des pertes - Clauses léonines* », Fasc. 15-30, JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 26 mars 2013, n° 29. Un arrêt sur ce point : Cass.com., 18 octobre 1994, n°92-18.188.

⁸⁵⁰ Une telle stipulation serait également interdite au sens de l'article L.232-15, al. 1 du Code de commerce. Il convient cependant de préciser que cette interdiction n'est pas valable au sein des sociétés civiles.

151 La possibilité de céder sa participation. Les investisseurs peuvent également exploiter le potentiel de croissance de la jeune entreprise innovante par la cession de leurs titres⁸⁵¹. Cette possibilité reste particulièrement intéressante pour les capitaux-risqueurs car la valeur des titres de capital, contrairement à celles des titres de créance, permet de refléter la croissance, potentiellement très importante, de la jeune entreprise et non seulement la probabilité de défaut de cette dernière⁸⁵². Les investisseurs peuvent donc espérer une plus-value significative en cas de succès de la *start-up*.

En droit français les détenteurs des titres de capital souhaitant céder leurs droits sociaux se trouvent dans une situation favorable grâce à la transmission simplifiée des titres financiers qui a pour conséquence l'absence de possibilité de revendication des droits sociaux obtenus par un tiers de bonne foi⁸⁵³. Il convient néanmoins de noter que certaines formes sociales, comme la SARL, ne bénéficient pas des avantages propres aux titres négociables⁸⁵⁴.

⁸⁵¹ GALLOIS-COCHET D., « Associé », op.cit., n°186.

⁸⁵² Alors que la valorisation des titres de créances tient seulement compte de la capacité de la société émettrice à rembourser la créance (et à verser les coupons de manière régulière) la valorisation d'un titre de capital est soumise à une incertitude plus élevée (en raison des incertitudes entourant la rémunération des associés). A la différence des titres de créances l'évaluation des titres de capital ne peut être basée sur la seule détermination du risque de crédit (ou de la probabilité de défaut) de l'entreprise. Sur la valorisation des obligations : OECD, *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, 2015, p. 43. Sur les différences en matière de valorisation des titres de créance et de capital : FABOZZI J. F., FOCARDI M. S., JONAS C., *Equity Valuation, Science, Art or Craft*, CFA Institute Research Foundation, p. 7. Dans le cadre de la valorisation des titres de capital des jeunes entreprises innovantes l'évaluateur doit également apprécier la capacité de l'entreprise de dégager du profit. L'évaluateur dispose d'une marge de manœuvre importante et pour déterminer la valeur des titres et il peut faire appel à des méthodes basées sur les scénarios (International Private Equity and Venture Capital, *Valuation Guidelines*, December 2022, n° 5.12 ; HAFIED F., *Capital-risque et le financement de l'innovation, Évaluation des start-up, modes de financement, montages*, op.cit., p. 90 et s. n°90).

⁸⁵³ La négociabilité et la transmission de compte à compte des actions résulte des articles L.211-14 et 211-15 du Code de commerce.

⁸⁵⁴ Il s'agit des sociétés dont le capital est divisé en parts sociales. La cession des parts sociales est soumise au droit commun des contrats translatifs de propriété (et notamment aux règles relatives à la cession de créance au sens de l'article 1321 du Code civil) et doit répondre à un certain nombre de conditions afin qu'elle soit valide (RODRIGUEZ K., « Parts sociales », op.cit., n°76 et 78). La cession

En présence d'une SARL l'associé cédant doit notifier le projet de cession par acte extrajudiciaire ou lettre recommandée à chaque associé⁸⁵⁵, sous peine de nullité⁸⁵⁶. Cette notification est suivie par une convocation à l'assemblée générale qui décide de la cession et notifie le cédant par lettre recommandée⁸⁵⁷ dans un délai de trois mois⁸⁵⁸. Afin que la cession soit opposable aux tiers, l'acte de cession doit être par la suite déposé au greffe du tribunal de commerce⁸⁵⁹. Les contraintes liées aux formalismes à accomplir et à l'obtention d'un agrément pour un tiers cessionnaire rendent le processus de cession de parts sociales d'une SARL particulièrement exigeant.

En raison de ces difficultés, les sociétés par actions, et notamment les SA et les SAS⁸⁶⁰, constituent les formes sociales les plus adaptées aux opérations de capital-investissement en droit français.

de parts sociales doit notamment être constatée par écrit (RODRIGUEZ Karine, « *Parts sociales* », op.cit., n°86 et s.).

⁸⁵⁵ L'article R.223-11, al 1 du Code de commerce. Sur ce point : RODRIGUEZ K., « *Parts sociales* », op.cit., n° 88.

⁸⁵⁶ La cession est nulle en l'absence de notification (Cass. com., 21 mars 1995, no 93-14.564) même si tous les associés ont été consultés (Cass.com., 21 janvier 2014, n°12-29-221). De plus, le défaut de notification ne peut pas être régularisé à posteriori. Sur ce point : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Procédure d'agrément – Notification du projet de cession* », 3225, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023).

⁸⁵⁷ L'article R.223-12, al 2 du Code de commerce (CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Consultation des associés* », 3326, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 24 février 2023).

⁸⁵⁸ Alinéa 2 de l'article L.223-14 du Code de commerce (DONDERO B., *Droit des sociétés*, op.cit., p. 420 à 422, n°723 à n°728).

⁸⁵⁹ En deux exemplaires en cas d'acte sous seing privé (RODRIGUEZ K., « *Parts sociales* », op.cit., n°90).

⁸⁶⁰ Au sujet des faiblesses présentées par les autres sociétés par actions, et notamment les SCA et les SCS voir *supra* n°10.

2) *Les avantages relatifs aux droits informationnels et politiques*

152 Les atouts résultant du statut de l'associé. Les investisseurs, se trouvent également dans une position favorable vis-à-vis des créanciers en raison des droits politiques et informationnels étendus dont ils disposent.

Les capitaux-risqueurs, bien qu'ils ne soient pas bénéficiaires des informations périodiques ou permanentes comme les détenteurs de titres cotés, restent titulaires des droits informationnels leur permettant d'avoir une vision fine de la vie de la société.

Les associés (qu'il s'agisse d'une SA ou d'une SAS) ont le droit d'obtenir des informations leur permettant de participer aux décisions collectives⁸⁶¹ et dans certains cas, ils sont bénéficiaires d'un rapport de gestion⁸⁶². En outre, les associés peuvent poser des questions écrites aux dirigeants de la société sur tout fait qui serait susceptible de compromettre l'exploitation celle-ci⁸⁶³.

⁸⁶¹ L'article 1844 du Code civil confère aux associés le droit de participer aux décisions collectives. La possibilité de participer aux assemblées générales constitue une source d'information essentielle du point de vue des associés. Si la nature des informations que les associés peuvent obtenir est susceptible de varier d'une forme sociale à l'autre l'information des associés semble constituer *un « un principe général du droit »* au sens de l'arrêt de la CA Limoges rendu au sujet d'une SAS. (CA. Limoges, 28 mars 2012, 10/00576) Sur ce point : GODON L., « *Société par actions simplifiée* », op.cit., n°84.

⁸⁶² La mise à disposition d'un rapport de gestion aux associés est abordée *supra* n°115 et *infra* n°153.

⁸⁶³ S'agissant de la SAS : Article L.227-1, al. 3 du Code de commerce par renvoi L.225-232 du Code de commerce (applicable à la SA). Sur ce point : GODON L., « *Société par actions simplifiée* », op.cit., n°86. Les associés disposent en outre d'un droit de demander une expertise de gestion en cas d'opérations suspectes. S'agissant de la SAS : Article L.227-1, al 3 du Code de commerce par renvoi à l'article L.225-231 du Code de commerce (applicable à la SA). Sur ce point : GODON L., « *Société par actions simplifiée* », op.cit., n°88). Sur les droits informationnels dont sont titulaires des actionnaires des SA et des SAS et les potentielles clauses d'information renforcée qui peuvent être demandées par les capitaux-risqueurs pour obtenir des renseignements complémentaires : MARCHETEAU D., « *Capital-risque – Création* », Fasc 2300, JCl. Banque – Crédit – Bourse, date d'actualisation : 21 mai 2019, n°26.

Ces droits confèrent les informations nécessaires aux capitaux-risqueurs pour réaliser un *monitoring*⁸⁶⁴ continu de l'activité de la *start-up* et accompagner la jeune entreprise. Le *monitoring* et l'accompagnement par un capital-risqueur, qui est souvent spécialiste du domaine dans lequel la *start-up* opère, peut être crucial pour la réussite de la jeune pousse⁸⁶⁵.

Les investisseurs peuvent également orienter les choix de la *start-up* à travers l'exercice de leurs droits politiques. En effet, les investisseurs disposent, en principe, d'un droit de vote⁸⁶⁶, qui leur permet d'exercer une influence sur la nomination et révocation des dirigeants et sur la détermination de leur rémunération⁸⁶⁷. Les investisseurs peuvent également faire entendre leur voix dans les décisions stratégiques l'entreprise et notamment exercer leur droit de vote à l'occasion modifications

⁸⁶⁴ Le *monitoring* constitue l'une des techniques permettant de réduire les asymétries informationnelles entre la jeune entreprise et la personne (physique ou morale) source du financement : KAPLAN N. S., STROMBERG P., « *Venture capitals as principals : contracting, screening, monitoring* », *American economic review*, Vol. 91 Issue 2, May 2001, p. 426-430. 5p, p. 428 à 429.

⁸⁶⁵ Sur la différence entre financement bancaire et financement par capital-risque de la perspective du *monitoring* : WINTON A., YERRAMILI V., « *Entrepreneurial finance : Banks versus venture capital* », *Journal of Financial Economics*, 88,, 2008, p. 52 à 55. Sur l'accompagnement des *start-up* par les capitaux-risqueurs : TRABELSI D., *Capital-risque, fonctionnement, sortie par introduction en bourse, investissement séquentiel et financement de l'innovation*, op.cit., p. 10 ; DIETZ D. M., « *Risk, Self selection and Advice : Bank versus Venture capitalists* », *SSRN Electronic Journal*, 27 February 2002, p. 6.

⁸⁶⁶ Les actionnaires ont un droit de participer à la vie sociale (Article 1844 al.1 du Code civil et pour la SA l'article L.225-113 du Code de commerce ; GALLOIS-COCHET D., « *Associé* », op.cit., n°144 ; GODON L., « *Société par actions simplifiée* », op.cit. n° 114) et disposent notamment d'un droit de vote. Ce dernier droit a été reconnu comme une prérogative essentielle de l'actionnaire dès 1932 (Cass. Civ., 7 avril 1932, D.P, 1933. I. 153) et réaffirmé dans l'arrêt Château d'Yquem quant à son caractère d'ordre public (Cass. com., 9 février 1999 no 96-17.661 « Château d'Yquem » obs. Y. Guyon, *Caractères d'ordre public du droit de vote dans les sociétés par action*, a *Semaine Juridique Entreprise et Affaires* n° 16, 22 Avril 1999.). Egalement sur cette dernière décision : LEROY C., *Le pacte d'actionnaires dans l'environnement sociétaire*, op.cit., p. 147 et 148 et s., n°319 et s.; NOACH G., *Statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, Dalloz, juillet 2020, p. 396 et 397, n°545).

⁸⁶⁷ Il convient de noter que le périmètre de la compétence des assemblées dépend de la forme sociale : elle répond à un cadre juridique relativement rigide en présence d'une SA contrairement à la SAS, où les statuts déterminent, dans une grande mesure la compétence des assemblées. Nous abordons les différentes décisions relatives à la révocation, nomination et la fixation de la rémunération des dirigeants ultérieurement au sein du présent paragraphe (s'agissant des SA et des SAS).

statutaires (comprenant les augmentations de capital de la société⁸⁶⁸) et les distributions des bénéfiques.

Certains investisseurs demandent, en outre, une position au sein d'un organe exécutif de la *start-up*. Une place, à titre d'exemple, au sein du conseil d'administration semble un excellent moyen pour les capitaux-investisseurs d'assurer leur rôle d'accompagnement. Par ailleurs, les investisseurs peuvent ainsi avoir un contrôle plus étendu sur les certaines décisions relatives à la gestion de la société⁸⁶⁹.

153 Les atouts de la SAS dans l'organisation de l'exercice des droits politiques et informationnels. Le choix de la forme sociale influence grandement les droits informationnels et politiques dont disposent les actionnaires des sociétés non cotées en droit français. Dans le cadre de notre analyse nous examinerons la SAS, qui, grâce aux réformes opérées depuis les années 2000⁸⁷⁰, semble aujourd'hui répondre aux attentes des capitaux-risqueurs et des jeunes entreprises innovantes sur le plan organisationnel. Nous comparerons les règles gouvernant la SAS avec celles des SA⁸⁷¹, qui comportent également des atouts notamment au regard des obligations d'informations des associés.

Les deux formes sociales mentionnés ne confèrent, en effet, pas le même degré de liberté aux actionnaires. Contrairement aux actionnaires des SA les actionnaires des SAS peuvent être directement inclus dans les décisions telles que la nomination, la révocation ou la rémunération des dirigeants sociaux, dont l'identité peut s'avérer

⁸⁶⁸ Également abordé ultérieurement au sein du présent paragraphe s'agissant des SA et des SAS.

⁸⁶⁹ MARCHETEAU D., « *Capital-risque - Création* », op.cit., n° 28; KAPLAN N., STRÖMBERG PER, S., *Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts*, Working Paper 7660, National Bureau Of Economic Research, April 2000, p. 16 et 17; VAN DER BERGHE L.A.A., LEVRAY A., « *The role of the venture capitalist as monitor of the company : a corporate governance perspective* », SSRN, 19 December 2001, p. 2 à 8.

⁸⁷⁰ Nous avons abordé l'essentiel de ces réformes *supra* n°11.

⁸⁷¹ Nous aborderons seulement le fonctionnement de la SA dite « *moniste* ». Sur les différentes formes de la SA : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Intérêt et principales caractéristiques de la société anonyme* », 3430, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 décembre 2023.

décisive du point de vue du capital-investisseur⁸⁷². L'influence sur ces décisions semble moins évidente à obtenir au sein d'une SA qui disposent d'une gouvernance plus rigide.

Au sein d'une SA les investisseurs (à moins qu'ils ne soient pas membres du conseil d'administration de la société) n'interviennent pas dans les décisions relatives à la nomination ou révocation des dirigeants effectifs que de manière indirecte⁸⁷³. Par ailleurs, les règles de fonctionnement du conseil d'administration sont déterminées par la loi au sein de la SA⁸⁷⁴ alors qu'elles sont librement fixées au sein d'une SAS.

⁸⁷² Les conditions de nomination et révocation des dirigeants peuvent également être déterminées par les statuts au sein d'une SAS (AZARIAN H., « *Synthèse - Société par actions simplifiée* », JCl. Commercial, date d'actualisation : 1^{er} juillet 2023, n°14). Le seul organe de direction obligatoirement désigné au sein de la SAS est le président (Article L.227-6, al. 1 du Code de commerce). Les statuts peuvent désigner une personne autre que le président afin de représenter la société en vertu de l'article L.227-6, al. 3 du Code de commerce et la direction de la société peut être confiée à un ou plusieurs organes collégiaux (conseil d'administration ; conseil de surveillance et directoire par exemple). L'article L.227-9, al 1 du Code de commerce confère une marge de manœuvre très large aux actionnaires dans la mesure au sein d'une SAS les « *statuts déterminent les décisions qui doivent être prises collectivement par les associés dans les formes et les conditions qu'ils prévoient* ». Cette règle a été réaffirmée avec force dans une décision récente dans la Cour de cassation, qui a considéré qu'au sein de la SAS « *seuls les statuts de la société... fixent les conditions dans lesquelles la société dirigée* » (Cass. com., 25 janvier 2017, no 14-28.792). Sur ce point : DESACHE J.-M., DABROWSKI M., CORNEAU H., « *Pacte et statuts : quel support choisir et comment les associer* », Rev. Lamy dr. aff., N° 162, 1^{er} septembre 2020, I, B)).

⁸⁷³ L'article L.225-55, alinéa 1^{er} du Code de commerce régit la révocation du directeur général au sein de la SA, qui peut être réalisé par le conseil d'administration. Si la révocation du directeur général peut avoir lieu à tout moment, elle doit toutefois être motivé (sauf si le directeur général exerce également la fonction du président du conseil d'administration). Sur ce point : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Révocation du directeur général* », 3655, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 décembre 2023. La rémunération du président et directeur général est régie respectivement par les articles L. 225-47, al 1 et L. 225-53, al. 3 du Code de commerce (GERMAIN M., « *Synthèse - Administration, direction et contrôle de la société anonyme*, JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 12 juillet 2023, n°40). Afin de contrecarrer les pouvoirs des dirigeants et des organes exécutifs les actionnaires disposent, dans les SA, des droits pour nommer et révoquer les administrateurs (la révocation *ad nutum* des administrateurs par l'AGO est établi par l'article L.225-105, al 3. du Code de commerce) et de déterminer la rémunération du conseil d'administration. C'est l'AGO qui détermine la rémunération du conseil d'administration en vertu de l'article L.225-45, al 1 du Code de commerce (GERMAIN M., « *Synthèse - Administration, direction et contrôle de la société anonyme* », op.cit., n°32).

⁸⁷⁴ La présence des membres est régie par l'article L.225-37 du Code de commerce et la majorité est nécessaire pour la prise des décisions par l'article L.225-37, al. 1 du Code de commerce.

La souplesse de la SAS reste également remarquable quant à l'organisation de certaines décisions comme les augmentations de capital, qui constituent les composants essentiels de la vie d'une entreprise en croissance. L'organe compétent pour ces différentes décisions sociales peut, en effet, être librement choisi (dès lors qu'il réunit la collectivité des associés)⁸⁷⁵. De plus, les règles relatives à la majorité et au quorum sont librement déterminées par les statuts de la SAS.

Il n'en est pas toutefois de même pour la SA. Étant soumise aux règles de la hiérarchie et la spécialité des organes sociaux⁸⁷⁶ les champs de compétence des différentes assemblées générales (ordinaires et extraordinaires) sont précisément délimitées et les règles de majorité et de quorum différentes s'appliquent à chaque assemblée⁸⁷⁷. Les augmentations et de capital entrent notamment dans le champ de compétence de l'assemblée générale extraordinaire⁸⁷⁸ qui doit respecter la majorité des deux tiers.

Bien que la SAS paraisse un excellent outil en matière d'organisation des rapports entre investisseurs et *start-up*, il ne convient pas d'omettre les atouts dont la SA dispose en matière de droits informationnels conférés aux investisseurs. Si les obligations informationnelles pesant sur les sociétés non cotées se sont réduites au fil des années

⁸⁷⁵ Article L.227-9, al. 1^{er} du Code de commerce précise que les décisions entrant dans le périmètre de l'assemblée générale extraordinaire au sein d'un SAS doivent être « *exercées collectivement par les associés* ». (Sur ce point : GODON L., « *Société par actions simplifiée* », op.cit., n°124). Seules certaines décisions (notamment celles relatives à l'adoption d'une clause d'inaliénabilité et des décisions de fusion) doivent être prises à l'unanimité en vertu de l'article L.227-19, al. 1^{er} du Code de commerce (Sur ce point : AZARIAN H., « *Synthèse - Société par actions simplifiée* », op.cit., n°27)

⁸⁷⁶ LEROY Caroline, *Le pacte d'actionnaires dans l'environnement sociétaire*, op.cit., p. 164, n°353

⁸⁷⁷ Les décisions de l'assemblée générale ordinaire sont prises à la majorité des voix (L.225-98 al. 3^{ème} du Code de commerce) alors que les décisions de l'assemblée générale extraordinaire sont prises à la majorité qualifiée (L.225-96 al 3^{ème} du Code de commerce). Sur ce point : LEROY C., *Le pacte d'actionnaires dans l'environnement sociétaire*, op.cit., p. 32 et 33, n°49.

⁸⁷⁸ Article L.225-129, al 1^{er} du Code de commerce (sur ce point et sur les autres décisions soumises à la compétence de l'assemblée générale extraordinaire : BOUGNOUX A., « *Assemblées d'actionnaires – Assemblées générales extraordinaires – Pouvoirs, Applications du principe d'omnipotence* », op.cit., n°19).

⁸⁷⁹, et qu’au sein d’une SAS le périmètre des informations dues aux associées est quasi-entièrement déterminé par la collectivité des associés⁸⁸⁰, les actionnaires d’une SA bénéficient toujours d’un régime juridique protecteur sur le plan informationnel⁸⁸¹.

Au titre de l’information permanente⁸⁸² les actionnaires des SA les actionnaires ont notamment le droit d’obtenir les comptes annuels des trois derniers exercices et les comptes annuels consolidés ainsi que les rapports du conseil d’administration (ou ceux du directoire et du conseil de la surveillance). Le rapport de gestion et les comptes annuels doivent par ailleurs être présentés à l’assemblée générale des associés⁸⁸³. Ils ont également la faculté de poser des questions écrites⁸⁸⁴.

Des telles obligations semblent compatibles avec les besoins des investisseurs qui doivent s’efforcer d’obtenir des informations précises sur l’avancée du projet porté par la jeune entreprise afin de pouvoir céder leurs droits sociaux au bon moment.

⁸⁷⁹ Si l’établissement d’un rapport de gestion constitue en principe une obligation commune à toutes formes de sociétés non cotées (Article L.232-1 du Code de commerce) le périmètre des sociétés tenues établir ce document été toutefois réduite au fil des évolutions législatives et notamment avec l’entrée en vigueur de la loi du 10 août 2018 qui a accordé une exemption aux sociétés de taille réduite sur ce point (article 55 de loi n° 2018-727 du 10 août 2018 pour un État au service d’une société de confiance et article L.232-1, IV). Plus de détails ce point : GALLOIS-COCHET D., « *Associé* », op.cit., n°142 ; MOULIN J.-M., GALOKHO, « *Sociétés anonymes - Gouvernance des sociétés* », Fasc. 1350, 20 avril 2020, n°135). Nous notons que les SAS restent néanmoins, en vertu de l’article L.232-1, I du Code de commerce tenus d’établir leurs comptes annuels.

⁸⁸⁰ Les informations communiquées aux associés d’une SAS restent largement dépendantes des dispositions statutaires et extrastatutaires. L’article L.227-1 du Code commerce exclut une grande partie des obligations informationnelles applicables en matière de SA. Sur ce point : GODON Laurent, « *Société par actions simplifiée* », op.cit., n°84, à n°90).

⁸⁸¹ HUGUET H., « *Sociétés Anonymes, assemblées d’actionnaires – commentaires* », Fasc. K-225, JCl. Sociétés Formulaire, date d’actualisation : 1er juillet 2021, n°3 et n°4, n°178 et n°179).

⁸⁸² En vertu de l’article L.225-115 à 117 du Code de commerce.

⁸⁸³ L’article L.225-100, I et L.225-102, al 1^{er} du Code de commerce.

⁸⁸⁴ Sur le fondement de l’article L.225-108, alinéa 2 et 3 du Code de commerce.

B) La liberté quant à l'évaluation et la négociation avec la *start-up* : une souplesse vis-à-vis de l'Offre au public de titres

154 Les sources de la liberté de l'opération de capital-investissement. L'opération de capital-investissement n'est, par définition, pas une opération ouverte au public⁸⁸⁵. Les titres de capital émis par la société cible ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé ou sur un SMN et ne font pas l'objet d'Offre au public de titres. Il s'agit d'une opération réservée à un seul investisseur ou à un nombre limité de personnes (notamment en cas de syndication⁸⁸⁶).

Compte tenu du caractère privé de l'opération, l'intervention d'intermédiaires n'est pas indispensable contrairement à d'autres moyens de financement par capitaux, tels que l'Offre au public de titres ou l'admission à la négociation. Par ailleurs, contrairement à ces derniers moyens de financement une opération de capital-investissement ne rend pas nécessaire la transmission d'informations standardisées aux investisseurs.

L'absence d'intermédiation et de standardisation des informations comporte des avantages significatifs en présence d'une *start-up* : elle confère à l'investisseur une souplesse considérable dans l'évaluation de la jeune entreprise innovante (1) et elle permet à l'investisseur de négocier directement avec la *start-up* (2).

1) Une importance quant aux informations échangées et les modalités des échanges

155 Une liberté quant aux informations échangées entre la *start-up* et l'investisseur.

Les échanges entre capital-investisseur et *start-up* sont caractérisés par une grande liberté

⁸⁸⁵ Il convient néanmoins de rappeler la frontière floue entre capital-investissement et investissement participatif, qui constitue une catégorie d'offre au public de titre (article L.411-2 du Code monétaire et financier). Nous aborderons les spécificités de ce nouveau moyen de financement dans la seconde partie de la présente thèse. En outre nous examinerons le cas du capital-investissement intermédié *infra*, au sein du Chapitre II du Titre II de la Première partie de la présente thèse.

⁸⁸⁶ Pour la définition de la syndication : France Invest, *Guide des bonnes pratiques du capital innovation*, op.cit. p. 26.

dans la phase précontractuelle. Cette liberté confère à l'investisseur une marge de manœuvre importante dans l'évaluation de la *start-up* concernée.

Lors d'une opération de capital-risque, les éléments partagés par la société émettrice ne sont pas standardisés, comme lors d'une opération d'Offre au public⁸⁸⁷. Les *start-up* ne doivent pas nécessairement communiquer aux investisseurs des éléments financiers dont de nombreuses entreprises ne disposent pas à ce stade de leur développement.

Les différents éléments faisant l'objet d'une première étude par le capital-risqueur sont fréquemment tournés vers le développement futur de la *start-up* et sont généralement présentés sous forme d'un *business plan* et d'un résumé (« *executive summary* »). Ces documents contiennent habituellement une description de la stratégie de l'entreprise, de sa maturité mais indiquent également les caractéristiques du produit en développement⁸⁸⁸. Les informations non-financières⁸⁸⁹, telles que la technologie, la compétence de l'équipe des fondateurs et les particularités du produit ou du marché⁸⁹⁰,

⁸⁸⁷ La standardisation des documents caractérise l'offre au public (l'existence d'un prospectus) mais également l'admission à la négociation (nous avons précisé les différentes obligations d'informations permanente et périodiques applicables aux titres admis à la négociation *supra* à la Section II du Chapitre II du Titre I de la Première partie).

⁸⁸⁸ TRABLESI D., *Capital-risque, fonctionnement sortie par introduction en bourse, investissement séquentiel et financement de l'innovation*, op.cit., p. 49 ; France Invest, *Guide des bonnes pratiques du capital innovation*, p. 15 et s., n°1.2 et s.

⁸⁸⁹ Étant donné l'absence fréquente d'informations sur l'historique financier de la jeune entreprise innovante l'évaluation de ces sociétés ne peut être basée uniquement sur la performance financière passée ou sur une analyse de *cash flows*. Il convient néanmoins de souligner que certains investisseurs sont susceptibles prendre en compte les éléments financiers dans la sélection de la *start-up* (pour une comparaison de l'importance de l'information financière et non-financière du point de vue des capitaux-risqueurs : SOENKE SIEVERS S., MOKWA F. C., KEIENBURG G., « *The relevance of financial versus non-financial information for the valuation of venture capital-backed firms* », *European Accounting Review.*, Vol. 22 Issue 3, September 2013, p. 470 à 472, n°2.1 ; PRINZ F. Konstantin, « *Determinants of Valuation of Early Stage High-Growth Start-up* », Henley Business School, 2013, p. 9, 10 et s., n°3).

⁸⁹⁰ Sur l'importance de l'évaluation de l'équipe dirigeante : GOMPERS P., GORNALL W., KAPLAN N. S., STREBULAEV A. Ilya, « *How do venture capitalist make decisions* », *Journal of Financial Economics*. Vol. 135, Issue 1, January 2020, p. 169-190, p. 170 ainsi que 177 et s. Sur les produits ou le marché : BERTONECHE M., GAUTHIER P., VICKERY L., *Le Capital-risque*, op.cit., p. 47 à 52 ;

ont une place primordiale dans l'évaluation des *start-up* disposant d'un patrimoine constitué essentiellement de biens incorporels. Les capitaux-risqueurs, grâce à leur proximité avec l'entreprise peuvent mener un véritable audit sur les données non-financières (mais également sur les données financières) de la jeune entreprise innovante.

Les interactions entre les capitaux-investisseurs et les *start-up* prennent fréquemment la forme d'échanges d'informations confidentielles et directes, sans l'intervention d'intermédiaires. Ces aspects constituent une différence majeure entre capital-investissement et financement par une Offre au public de titres.

La confidentialité des échanges s'avère essentielle pour un capital-risqueur dans la mesure où elle permet à ce dernier d'obtenir des informations détaillées relatives aux caractéristiques techniques des produits ou services, pouvant s'avérer décisives dans l'appréciation du potentiel de croissance de la jeune entreprise.

En outre, les nombreuses rencontres personnelles entre les parties (fréquemment assorties d'un « *pitch* »⁸⁹¹ ou d'un passage devant un comité d'investissement⁸⁹²) facilitent la transmission d'informations subjectives au cours de la phase de négociation, ce qui semble indispensable pour évaluer avec précision la jeune entreprise innovante⁸⁹³.

156 L'encadrement juridique favorable de la liberté par le droit français. Le droit français a connu une évolution favorable à la protection des intérêts des capitaux-investisseurs mais également ceux des *start-up*. Jusqu'à récemment, les investisseurs ne disposaient pas d'autres bases légales (en droit civil) que le dol ou l'obligation de négocier

SCHOCK F., « *Private Equity Financing of Technology Firms : A Literature Review* », EBS Business School Research Paper Series 14-06, September 2013, p. 4 à 10, n°2.1 et également 2.2 et s. (sur le *management team* et le produit).

⁸⁹¹ France Invest, *Guide des bonnes pratiques du capital innovation*, op.cit., p. 15 à 17, n°1.3

⁸⁹² HAFIED F., *Capital-risque et le financement de l'innovation, Évaluation des start-up, modes de financement, montages*, op.cit., p. 47.

⁸⁹³ LIBERTI J.M., PETERSEN M., « *Information: Hard and Soft* », op.cit., p. 21 et 22.

en bonne foi⁸⁹⁴ pour engager la responsabilité de la *start-up* en cas de rétention d'informations déterminantes au regard de l'avenir de l'entreprise.

L'ordonnance de 2016 a cependant instauré une obligation d'information précontractuelle⁸⁹⁵ qui constitue une sécurité supplémentaire pour les investisseurs même si cette nouvelle obligation n'entraîne pas de changement fondamental des obligations des parties⁸⁹⁶.

⁸⁹⁴ Sur la bonne foi comme fondement pour engager la responsabilité d'une partie à la négociation : MATHEY N., « *Période précontractuelle – Les négociations* », JCl. Contrats - Distribution, date d'actualisation : 14 octobre 2021, n°27 ; PETIT B., ROUXEL S., « *Contrat – Formation du contrat – Négociations, Art. 1112 à 1112-2* », JCl. Civil Code. Date d'actualisation : 29 juillet 2022, n°24 à n°29. Sur le dol : FABRE H., « *Dol, réticence dolosive et devoir d'information dans les cessions de droits sociaux* », JCP N, n° 48, 1er Décembre 2017, 1327 ; PETIT B., ROUXEL S., « *Contrats et obligations – Dol, Art. 1137 à 1139* », JCl. Civil Code, date d'actualisation : 29 juillet 2022, n°25 et s.

⁸⁹⁵ En effet, l'article 2 de l'ordonnance de 2016 (Ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations) a donné un fondement législatif au devoir d'obligation précontractuelle en reflétant les positions de la jurisprudence antérieure (Lamyline, « *Nature de l'information* », L.110-20, Formulaire ProActa droit des affaires, date d'actualisation : 6 juillet 2023). L'obligation d'information précontractuelle est devenue désormais un principe d'ordre public (PETIT B., ROUXEL S., « *Contrat – Formation du contrat – Négociations, Art. 1112 à 1112-2* », op.cit., n°124). L'obligation d'information dispose par ailleurs d'un périmètre large aussi bien du point de vue du débiteur que du créancier de l'obligation (PETIT B., ROUXEL S., « *Contrat - Formation du contrat-Négociations, Art. 1112 à 1112-2* », op.cit., n° 60 à 63 et 66).

⁸⁹⁶ Si le nouveau devoir d'information précontractuel résultant de l'article 1112-1 du Code civil semble favoriser la réduction des asymétries informationnelles entre investisseurs et société cible il convient toutefois de s'interroger sur sa portée réelle. L'obligation d'information porte uniquement sur les faits qui sont déterminants pour le consentement des parties. Or, le caractère déterminant de l'information est défini de manière restrictive (il s'agit des faits ayant un « *lien direct et nécessaire avec le contenu du contrat ou la qualité des parties* »). Si le caractère déterminant de l'information peut être aisément démontré en présence d'éléments chiffrés (notamment en cas de présentation trompeuse de l'état financier de la société) ce n'est pas le cas des informations relatives aux produits ou services développés par l'entreprise. L'exigence d'une information déterminante existe également matière de dol et connaît une jurisprudence abondante (MATHEY N., « *Période précontractuelle – Les négociations* », op.cit., n°35 ; FABRE-MAGNAN M. ; « *Le devoir d'information dans les contrats : essai de tableau général après la réforme* », JCP G n° 25, 20 Juin 2016, 706, p. 1220). Sur l'annulation des cessions d'actions en raison de la dissimulation de la situation financière de la société : Cass. com., 21 mars 1983, no 81-16.246 ; Cass. com., 10 juill. 1989, no 87-19.426, Bull. Joly Sociétés 1989, p. 884, Dr. sociétés 1989, n° 268. L'annulation de la cession des droits sociaux d'une société en redressement judiciaire qui a dissimulé cet état : Cass.com., 3. nov. 2004, no 00-15-725. Un exemple *a contrario* : l'absence d'annulation d'une cession en raison de la pollution du site d'une entreprise entraînant des dégâts

Le droit français a également connu des évolutions favorables pour les jeunes entreprises innovantes notamment par l'extension de la protection de la confidentialité des informations communiquées lors des échanges avec les investisseurs. Ces derniers ne sont, en effet, pas tenus par une obligation de confidentialité spécifique comme le seraient par exemple les banquiers⁸⁹⁷.

L'ordonnance de 2016 a mis en place une protection d'origine légale de la confidentialité au cours de la négociation⁸⁹⁸. Si une obligation de confidentialité semblait déjà résulter du principe de bonne foi⁸⁹⁹, et plus précisément de l'obligation de loyauté⁹⁰⁰, elle n'était pas clairement déterminée quant à sa portée ni quant aux potentielles sanctions pouvant être infligées en cas d'atteinte à la confidentialité des informations échangées.

L'article 1112-2 du Code civil a apporté des précisions supplémentaires sur ce point. Le périmètre des personnes concernées par l'obligation semble, par ailleurs, relativement large⁹⁰¹. Ce large périmètre semble adaptée aux *start-up* dans la mesure il

environnementaux : Cass. com., 27 janv. 2021, n° 18-16418. La Chambre commerciale de la Cour de cassation a en revanche déjà eu l'opportunité de qualifier de dol la rétention par les cessionnaires des droits sociaux des informations relatives à la cession de la propriété intellectuelle des programmes source du logiciel utilisé par la société (Cass. com., 4 juill. 2000, no 97-10.052). Sur ces arrêts : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Dol – définition et principales expressions jurisprudentielles* », 1042, date d'actualisation : 14 février 2023.

⁸⁹⁷ LEGAIS D., « *Synthèse - Responsabilité du banquier* », op.cit., n°4.

⁸⁹⁸ Résultant de l'article 1112-2 du Code civil institué par l'article 2 de l'ordonnance no 2016-131 du 10 février 2016 (sur ce point : CHAIEHLOUDJ W et al., « *Consécration expresse des solutions jurisprudentielles précédentes par l'article 1112 du code civil* », 1008, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023).

⁸⁹⁹ FAGES B., « *Les négociations « doivent impérativement satisfaire aux exigences de bonne foi »* », date d'actualisation : 20 avril 2023 ; 147 ainsi que *Informations confidentielles obtenues à l'occasion des négociations*, 150, Lamy droit du contrat., date d'actualisation : 27 juin 2022. La CA Versailles déduit l'obligation de confidentialité de l'obligation de loyauté, qui résulte du principe de bonne foi (CA Versailles, 17e chambre, 15 avril 2015 – n° 14/00406).

⁹⁰⁰ CA Lyon, 9 oct. 2014, n° 12/04654, (sur ce point : PETIT B., ROUXEL S., « *Contrat - Formation du contrat - Négociations, Art. 1112 à 1112-2* », op.cit., n°126).

⁹⁰¹ Ibidem.

permet de couvrir les différentes situations auxquelles les jeunes entreprises peuvent être confrontées, notamment lors d'une phase de *due diligence*, et peut viser toutes personnes incluses dans la négociation.

Il reste, en revanche, possible de s'interroger si les présentations, ou *pitch*, réalisées par une *start-up* à un investisseur (ou celles destinées à un comité d'investissement) entrent ou non dans le périmètre de l'article 1112-2 du Code civil. Une réponse positive nous semble s'imposer : un *pitch* réalisé par une *start-up* a, *in fine*, pour l'objet la conclusion d'un contrat futur avec un ou plusieurs investisseurs⁹⁰² et semble ainsi faire partie de la période précontractuelle.

La signature d'un accord de confidentialité ou de *non disclosure agreement (NDA)* reste néanmoins fortement recommandée à l'occasion de l'entrée en relation avec un investisseur. Un tel document permet à la société de s'assurer que tous les éléments communiqués aux investisseurs sont couverts par l'obligation de confidentialité⁹⁰³.

Il convient enfin de noter que depuis 2018 les sociétés voient leur protection renforcée en cas de divulgation d'informations qualifiables de secret des affaires⁹⁰⁴ qui leur

⁹⁰² Sur la nature hétérogène des actes pouvant entrer dans la négociation précontractuelle : FAGES B., « *Négociation précontractuelle-notion* », 134, Lamy droit du contrat., date d'actualisation : 27 juin 2022.

⁹⁰³ Sur ce point : PIERRE F. ESPEILLAC J., « *Réforme du droit des contrats et opérations M&A (1re partie) : du NDA à la binding offer* », Rev. Lamy dr. aff., N° 118, 1er septembre 2016, p. 39 à 43, I. La clause de confidentialité peut trouver sa place au sein d'une lettre d'intention, d'un *memorandum of understanding* ou d'un autre document (sur ce point : GEIGER C., BOYER J., « *L'accord de confidentialité dans la pratique des affaires* », Contrats Concurrence Consommation n° 3, Mars 2016, alerte 18). Un tel accord peut également être assorti d'une clause pénale qui permet une indemnisation automatique et forfaitaire en cas de violation des obligations de confidentialité (sur ce point : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Pourparlers éventuels — Confidentialité — Lettre d'intention — Accord d'exclusivité* », 1005, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023 ; COSTES L. et al., « *Sanctions dans l'accord de confidentialité* », 375-79, Lamy contrats internationaux, date d'actualisation : 12 octobre 2020).

⁹⁰⁴ Les mesures de protection des secrets des affaires sont prévues aux articles L.151-1 et s. du Code de commerce. Le cadre juridique actuel de la protection des secrets des affaires résulte de loi n° 2018-670 du 30 juillet 2018 relative à la protection du secret des affaires. Le dispositif français de la protection du secret des affaires est fruit de la transposition de la Directive (UE) 2016/943 du Parlement européen

permet notamment de demander une mesure d'injonction ou interdiction dans l'objectif de mettre fin à une potentielle violation des droits⁹⁰⁵.

2) *Une liberté quant à la négociation entre investisseur et start-up et les incertitudes liées à la qualification des accords de principe*

157 Une marge de manœuvre importante dans le cadre de la négociation avec la start-up. Dans une opération de capital-risque le prix du titre financier à émettre n'est pas encore déterminé au moment de l'entrée en relation avec l'investisseur potentiel contrairement aux opérations d'Offre au public de titres⁹⁰⁶. Les parties disposent d'une marge de manœuvre importante sur ce point⁹⁰⁷.

et du Conseil du 8 juin 2016 sur la protection des savoir-faire et des informations commerciales non divulgués (secrets d'affaires) contre l'obtention, l'utilisation et la divulgation illicites. Avant l'ordonnance de 2018 le droit français ne disposait pas de fondement juridique unique protégeant les secrets des affaires : D'ALES T., SICSIC O., « *Un nouvel arsenal législatif pour une protection renforcée* », Fasc. 24 – Actualité, JCl. Commercial, date d'actualisation 18 septembre 2018, n°3 à n°6. Dans le cadre juridique actuel le périmètre des informations qualifiées de secret des affaires est déterminé de manière large par l'article L.151-1 du Code de commerce et la faute sanctionnée peut être de nature contractuelle ou délictuelle (articles L.151-4 du Code de commerce). Sur ce point : BASIRE Y. et al., « *Nature délictuelle ou contractuelle de la faute visée par la loi du 30 juillet 2018* », 1687, Lamy droit commercial, date d'actualisation : 14 avril 2023. Sur la nécessité de l'instauration d'une protection du secret des affaires : ROUX H., ZILBERMAN A., « *Un premier élan vers la protection des données sensibles des entreprises françaises* », Rev. Lamy dr. aff., N° 141, 1er octobre 2018, p. 16 à 22..

⁹⁰⁵ Article L.152-3 du Code de commerce. Le cadre juridique français permet également l'obtention d'une indemnité sur le fondement de l'article 152-5 du Code de commerce et des dommages et intérêts tenant en compte des facteurs spécifiques (notamment les bénéfices réalisés par l'auteur de la violation). Sur ce point : D'ALES T., SICSIC O., « *Un nouvel arsenal législatif pour une protection renforcée* », op.cit., n°13 (mesures d'injonctions et d'interdictions), n°14 et s. (versement d'une indemnité) et n°17 (dommages et intérêts).

⁹⁰⁶ Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017, article 17.

⁹⁰⁷ Le prix des droits sociaux doit néanmoins être déterminé ou déterminable (Cass. com., 16 janv. 2001, n° 2001-007851) ; BOUGNOUX A., CERAT-GAUTHIER A., « *Sociétés par actions. – Cession et promesse de cession d'actions – Commentaires* », Fasc. Q-17, JCl. Notarial Formulaire, date d'actualisation : 7 juin 2023, n°54.

Cette liberté est renforcée par le cadre juridique français. En droit français, la lésion n'est sanctionnée en matière d'opération sur droits sociaux⁹⁰⁸ que dans des cas extrêmes (en cas de la cession à prix dérisoire⁹⁰⁹). Cette flexibilité semble adaptée à la négociation menée entre capital-investisseur et *start-up* compte tenu de la difficulté de la valorisation du patrimoine incorporelle de l'entreprise.

La liberté quant à la détermination du prix de l'investissement semble néanmoins profiter au capital-investisseur, qui a fréquemment une connaissance approfondie du secteur de la jeune entreprise financée. Il est à ce titre possible de s'interroger sur la délimitation des frontières juridiques de la liberté de négociation en matière de capital-risque. Est-ce qu'une jeune entreprise pourrait, à titre d'exemple, reprocher à un capital-investisseur d'avoir réalisé l'investissement à une valorisation trop basse par rapport aux opérations de capital-investissements effectués dans le même secteur ?

Le droit français semble répondre à cette question par la négative. La Cour de cassation a affirmé dans la décision du 3 mai 2000 (arrêt « *Baldus* »), qu'aucune obligation d'information précontractuelle ne pesait sur l'acheteur quant à la valeur du bien⁹¹⁰. Elle a, par ailleurs, étendu la solution aux acheteurs professionnels⁹¹¹. L'investisseur n'est donc pas obligé de tenir compte des caractéristiques de la jeune entreprise innovante (et notamment de l'absence d'expérience de dirigeants) lors de la négociation du prix des droits sociaux, à moins qu'il ne soit pas débiteur d'une obligation d'information lié

⁹⁰⁸ BOUGNOUX A., CERAT-GAUTHIER A., « *Sociétés par actions – Cession et promesse de cession d'actions – Commentaires* », op.cit., n°60.

⁹⁰⁹ La notion du prix dérisoire est toutefois appréciée de façon très restreinte (sur ce point : Cass. com., 3 janv.1985, 83-15.520).

⁹¹⁰ Cass. 1^{re} civ. 3 mai 2000, n°98-11.381 (sur ce point : MATHEY N., « *Période précontractuelle – Les négociations* », op.cit., n°36 ; PETIT B., ROUXEL S., « *Contrat-Formation du contrat – Négociations, Art. 1112 à 1112-2* », op.cit., n°90 et 91).

⁹¹¹ Cass. 3e civ., 17 janv. 2007, n° 06-10.442 (MATHEY N., « *Période précontractuelle – Les négociations* », op.cit, n°33 à 36).

à un statut spécifique⁹¹². La liberté résultant de la jurisprudence a été confirmée par l'ordonnance de 2016, qui a entériné la solution mise en avant par l'arrêt Baldus⁹¹³.

158 L'importance des accords de principe et les incertitudes juridiques liées à ces accords. L'entrée en relation en matière de capital-investissement est structurée en plusieurs étapes. Les parties peuvent procéder à la signature des actes précontractuels et négocier les modalités de la souscription des droits sociaux dans le cadre des premières réunions.

Les investisseurs ne procèdent cependant pas à la signature des actifs définitifs à l'issue des premières négociations⁹¹⁴. Les premiers échanges donnent néanmoins lieu à la signature des accords de principe⁹¹⁵ et des accords partiels⁹¹⁶ qui sont issus de la

⁹¹² Cela peut être le cas en présence d'établissements de crédit réalisant une activité de *corporate venture* (sur les obligations des établissements de crédit LEGAIS D., « *Synthèse - Responsabilité du banquier* », op.cit., n°4).

⁹¹³ L'ordonnance de 2016 a confirmé, à travers l'article 1112-1 alinéa 2 la jurisprudence Baldus aussi bien au regard de l'obligation d'information précontractuelle qu'au regard du dol (PETIT B., ROUXEL S., « *Négociations – Contrat – Formation du contrat, Art. 1112 à 1112-2* », op.cit., n°90 ; François PIERRE, ESPEILLAC J., « *Réforme du droit des contrats et opérations M&A (Ire partie) : du NDA à la binding offer* », op.cit. I et II).

⁹¹⁴ C'est seulement une fois que la *due diligence* est terminée que les investisseurs procèdent à la signature des accords définitifs et signent habituellement un protocole d'investissement qui contient les termes définitifs de l'investissement (France Invest, *Guide des bonnes pratiques du capital innovation*, op.cit., p. 145).

⁹¹⁵ En effet, les accords provisoires (ou accords de principe) ont pour objet de fixer les points de la négociation, structurer le processus et engager les parties à conduire la négociation en bonne foi. Il ne s'agit donc pas d'offres fermes (UETWILLER J.-J., PRIEUR C. E., « *Accords préliminaires dans la cession des droits sociaux-Commentaires* », Q-10, JCl. Sociétés Formulaire, date d'actualisation : 5 juillet 2022, n°6), au sens de l'article 1114 du Code civil. Ces accords ne doivent pas faire mention d'un prix définitif (UETWILLER J.-J., PRIEUR C. E., « *Accords préliminaires dans la cession des droits sociaux-Commentaires* », op.cit., n°10 ; COSTES L., et al., « *Objectifs des accords provisoires ou temporaires : fixer les règles du jeu* », 211-6, Lamy contrats internationaux, date d'actualisation : 24 avril 2020).

⁹¹⁶ Certains auteurs distinguent les accords partiels des accords de principe. Les accords partiels ont pour objet de « *sécuriser l'avancée des négociations* » et interdisent donc de remettre en cause unilatéralement les parties déjà négociées (COSTES L., et al., « *Objectif des accords partiels : sécuriser l'avancée des négociations* », 211-34, « *Interdiction de remettre en cause l'accord partiel* », 211-36, Lamy contrats internationaux, date d'actualisation : 24 avril 2020).

pratique du capital-risque anglais et américain⁹¹⁷ et qui prennent généralement la forme d'une lettre d'intention (« LOI »)⁹¹⁸ ou un *term sheet*⁹¹⁹ et de protocole d'accord (*memorandum of understanding* ou « MoU »⁹²⁰).

Ces actes sont pour autant cruciaux pour le capital-investisseur car ils permettent de structurer la négociation⁹²¹. Les capitaux-risqueurs peuvent, après la signature de ces

⁹¹⁷ Les accords de principes et les accords partiels ont connu un essor d'abord en droit anglais et américain. Sur la divergence de la pratique des *letter of intent* et *term sheet* ou *memorandum of understanding* en droit anglais et américain en comparaison avec le droit français : TESTU F.-X., *Négociation Structurée des contrats : les accords préparatoires*, Dalloz référence, Contrats d'affaires, Chapitre 22, 2010, n° 22.15.

⁹¹⁸ La lettre d'intention ne doit pas être confondue avec la lettre d'intention visée au 2322 du Code civil. La LOI est un document par lequel le capital-risqueur déclare son intention de participer au tour de table et qui résume les conditions de l'offre du capital-risqueur. Elle constitue fréquemment un accord de principe (ou accord provisoire) et n'est pas destiné à devenir un accord définitif entre les parties. La formulation du document doit également refléter cette volonté (FAGES B., « *Le caractère en principe non engageant de la lettre d'intention* », 161, Lamy droit du contrat, date d'actualisation : 27 juin 2022. Ce document contient souvent la description de l'opération, la valorisation ainsi que le montant de l'investissement envisagé et les éventuels points d'étapes (ou *milestones*) à atteindre. Il contient également les instruments que le capital-risqueur souhaiterait utiliser lors de l'opération (titres composés par exemple), les conditions de la livraison des fonds et, généralement la possibilité de rétractation (HAFIED F., *Capital-risque et le financement de l'innovation, Évaluation des start-up, modes de financement, montages*, op.cit., p. 47 ; AZAN S., COHEN E., NEVEUX T., *Levée de fonds, Aspects pratiques et juridiques*, 2012, Lamy, p. 41 et 42 ; MATHEY N., « *Période précontractuelle – Les négociations* », op.cit., n°68. Sur la structuration des *lettres d'intention* : Association Française des Investisseurs en Capital, *Capital-risque, Guide de la lettre d'intention*, 2006, p. 6 et s.).

⁹¹⁹ Les *term sheet*, qui sont très proches aux lettres d'intention sont souvent employés comme des accords de principe (ou provisoire). Sur ce point : (AZAN S., COHEN E., NEVEUX T., *Levée de fonds, Aspects pratiques et juridiques*, op.cit., p. 38).

⁹²⁰ Le MoU permet aux parties d'exprimer leurs accords sur certaines parties du contrat et continuer la négociation sur d'autres (TESTU F.-X., *Négociation Structurée des contrats : les accords préparatoires*, op.cit., n°22.16).

⁹²¹ Le capital-investisseur cherche à comprendre lors de cette phase les risques et la possibilité de leur régularisation (AZAN S., COHEN E., NEVEUX T., *Levée de fonds, Aspects pratiques et juridiques*, op.cit., p. 50 et 51). La marge de manœuvre de l'investisseur peut être augmentée par une période d'exclusivité pendant laquelle la *start-up* ne négocie qu'avec l'investisseur ou les investisseurs en question. La clause d'exclusivité doit avoir une durée de validité limitée et sa méconnaissance peut être sanctionnée par des dommages et intérêts : PUECH P., VAMPARYS X., « *Quelques éléments sur les clauses d'exclusivité dans les accords préliminaires de cession de droits sociaux* », Bull. Joly Sociétés, n°12, 1er décembre 2008, (p. 1038 à 1039), n°8 ; COSTES L., « *Validité de l'accord d'exclusivité*, 211-

accords, procéder à une *due diligence* approfondie de l'ensemble des documents déterminants de leur point de vue⁹²². Lors de cette phase, les investisseurs restent soucieux de conserver la possibilité de se rétracter jusqu'à la fin de l'opération en cas de découverte d'une d'information s'avérant *deal breaker*⁹²³. Cette phase de la négociation, et notamment la conclusion progressive des accords contractuels, apparaît particulièrement importante en présence d'une entreprise innovante, dont l'évaluation peut se montrer complexe⁹²⁴.

La qualification juridique des accords de principe semble toutefois soulever des interrogations en droit français. En effet la portée juridique des LOI, des *term sheets* et particulièrement celle des MoU, qui sont des accords partiels, reste difficile à déterminer⁹²⁵. Ces documents peuvent comporter des caractéristiques similaires aux

26, *Durée et objets des accords d'exclusivité* », 211-28, Lamy contrats internationaux, date d'actualisation : 24 avril 2020).

⁹²² La *due diligence* est fréquemment assortie par la mise en place d'un *data room*. En cas de plusieurs investisseurs (qui négocient individuellement) il peut s'agir d'un *data room* électronique (sur ce point : AZAN S., COHEN E., NEVEUX T., *Levée de fonds, Aspects pratiques et juridiques*, op.cit., p. 47 et 48). Cependant pour les *start-up* très jeunes cette étape se résume bien souvent à la vérification des documentation *corporate* comme le K-bis et les procès-verbaux des assemblées générales (AZAN S., COHEN E., NEVEUX T., *Levée de fonds, Aspects pratiques et juridiques*, op.cit., p. 48). Pour les entreprises en phases de développement plus avancés cette documentation peut déjà comprendre les contrats commerciaux, les contrats de travail et le contrat de propriété intellectuelle.

⁹²³ Les capitaux-investisseurs peuvent se prémunir contre les éventuelles mauvaises surprises lors de la phase de *due diligence* à travers l'insertion d'une clause suspensive ou résolutoire dans les documents négociés. Depuis l'ordonnance de 2016 la clause résolutoire dispose d'un fondement légal à l'article 1225 du Code civil. Sur ce la condition suspensive : STORCK M., « *Synthèse - Avant contrats* », JCl. Civil Code, 1^{er} mars 2023, n°32 et n°33. Sur les clauses résolutoires ; STORCK M., « *Contrat – Inexécution du contrat – Clause résolutoire* », Art. 1224 à 1230, Fasc. 20, date d'actualisation : 1^{er} mars 2023, n°3. Sur les deux clauses : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Règles générales concernant les conditions suspensives et résolutoires* », 1126, Lamy sociétés commerciales date d'actualisation : 14 février 2023.

⁹²⁴ L'investisseur est susceptible de mandater des avocats et des auditeurs dans le cadre de la procédure *due diligence*. Souvent des sessions de questions-réponses sont organisées avec des personnes clés de la société ainsi que des *debriefing* après les quelques premiers jours de *due diligence* (AZAN S., COHEN E., NEVEUX T., *Levée de fonds, Aspects pratiques et juridiques*, op.cit., p. 51)

⁹²⁵ Ces accords, en droit français, risquent de constituer un accord définitif, dès lors que les parties se sont convenues sur les éléments essentiels faisant l'objet de négociation (COSTEL L., « *Accord partiel et risque d'un accord définitif* », 2011-38, Lamy contrats internationaux, date d'actualisation : 24 avril

avant-contrats, et notamment aux promesses unilatérales de vente⁹²⁶, et peuvent s'apparenter à des engagements fermes (même si la conclusion d'un engagement ferme n'était pas l'intention de l'investisseur).

Les capitaux-risqueurs doivent dès lors rester attentifs à ne pas dissiper toutes incertitudes concernant les éléments constitutifs du futur contrat et à ne pas lever toute ambiguïté quant au prix de souscription des titres et aux modalités de souscription de ceux-ci lors de la signature des accords de principe ou d'accords partiels. Il s'agit cependant d'un exercice délicat : il est dans l'intérêt des parties d'aborder la question de la valorisation de la jeune entreprise dès la signature des premiers documents précontractuels⁹²⁷.

En outre, la formulation des engagements des parties a également son importance. Les expressions telles qu'« *engagement ferme* » sont susceptibles d'être prises en compte dans l'appréciation du caractère définitif de l'acte en cas de litige⁹²⁸.

Bien qu'elle revête une importance élevée pour le capital-risqueur, la phase précontractuelle ne constitue toutefois qu'une partie de l'opération de capital-risque. L'émission des titres de capital au profit des investisseurs n'intervient qu'après la

2020 ; PETIT B., ROUXEL S., « *Contrat-formation du contrat – Négociations* », op.cit., n°19 ; MATHEY Nicolas, *Période précontractuelle–Les négociations*, op.cit. n°72 (accord de principe) et n°75 (accords partiels)).

⁹²⁶ Les accords de principe sont susceptibles de constituer d'une promesse unilatérale au sens de l'article 1124 du Code civil dès lors qu'ils contiennent les éléments essentiels d'un contrat (STORCK M., « *Synthèse - Avant contrats* », op.cit, n°10.

⁹²⁷ Un accord contenant les différentes tranches de l'investissement ou des *milestones* peut facilement s'apparenter à un avant-contrat et semble s'éloigner des caractéristiques d'un accord de principe qui a seulement pour but la poursuite des négociations de bonne foi.

⁹²⁸ DONDERO B. : « *Lettre d'intention, gare au coup de foudre contractuel* », Gaz. Pal. n°189, 8 août 2014, p. 6 ; 8 juillet 2014 ; CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Pourparlers éventuels — Confidentialité — Lettre d'intention — Accord d'exclusivité* », op.cit.. Exemples de requalification : Cass. com., 23 janv. 2007, n° 05-13189 ; CA Versailles, 8 avr. 2014, n° 13/03008 (l'emploi des termes « *engagement ferme* »).

finalisation des pactes d'actionnaires et des modifications statutaires (habituellement appelé « *closing* »)⁹²⁹.

2§) Un cadre juridique favorable à la liberté dans l'aménagement des rapports des start-up et investisseur

159 La nécessité de prendre en compte les risques spécifiques aux start-up. Le capital-risque comporte des risques spécifiques au regard des *start-up* et des investisseurs. Les entreprises financées disposent bien souvent d'un historique financier très limité et, étant non cotées, ne bénéficient pas de la liquidité élevée des titres admis à la négociation sur un marché.

Les capitaux-investisseurs, soucieux de s'assurer contre la perte de leur capital, sont susceptibles de demander des garanties importantes en contrepartie du risque pris. Ces contreparties peuvent prendre la forme d'aménagements statutaires mais également de clauses extrastatutaires.

160 L'importance des pactes extrastatutaires dans une opération de capital-risque. Il convient d'insister dans un premier temps sur l'importance des pactes extrastatutaires et sur leurs avantages par rapport aux statuts dans le cadre d'une opération de capital-risque.

D'abord, contrairement aux statuts, les pactes extrastatutaires peuvent être négociés de manière confidentielle⁹³⁰. Les statuts, *a contrario*, doivent être communiqués à chaque associé et peuvent également être obtenus auprès du registre du commerce et des

⁹²⁹ AZAN S., COHEN E., NEVEUX T., « *Levée de fonds, Aspects pratiques et juridiques* », op.cit., p. 97 et s. ; HAFIED F., *Capital-risque et le financement de l'innovation, Évaluation des start-up, modes de financement, montages*, op.cit., p. 48.

⁹³⁰ L'avantage de la confidentialité ne bénéficie toutefois pas aux sociétés cotées sur un système multilatéral (LEROY C., *Le pacte d'actionnaires dans l'environnement sociétaire*, op.cit., p. 16) ou à ceux faisant l'objet d'offre au public, où les pactes d'actionnaires doivent faire l'objet d'une publicité préalable à la cotation sur un marché réglementé ou sur un SMN (abordé *supra* n° 116 de la présente thèse).

sociétés⁹³¹. Les modifications statutaires sont, en outre, soumises à l'approbation de la collectivité des associés⁹³² et le cas échéant, à la procédure des avantages particuliers.

Les pactes d'actionnaires, quant à eux, peuvent être conclus ou modifiés sans formalisme préalable⁹³³. Une telle souplesse est particulièrement utile en cas de négociation entre investisseurs et *start-up*. Les modifications statutaires peuvent, en effet, être bloquées par l'assemblée des associés et peuvent, dès lors, de priver la jeune entreprise d'une opportunité de financement. Les pactes extrastatutaires semblent donc constituer des outils importants pour les capitaux-investisseurs dans l'organisation de leurs rapports avec les autres actionnaires⁹³⁴.

161 La force juridique des pactes d'actionnaires en droit français. Les pactes disposent d'une efficacité limitée vis-à-vis des statuts d'abord en raison de l'effet relatif des contrats⁹³⁵. Au-delà de ces faiblesses, le régime juridique de ces actes souffrait, jusqu'à

⁹³¹ Sur la possibilité de demander le statut d'une société : article R.225-109, al 1^{er} du Code de commerce, applicable à la SA (sur ce point : G GERMAIN M., PERIN P.-L., AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées, Direction, contrôles* », Fasc. 155-20, JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 5 juin 2021, n°4). Communication des statuts aux associés : GIBIRILA D., AZARIAN H., « *Sociétés – Constitution des sociétés : formalités* », Fasc. 1007, JCl. Commercial, 15 octobre 2021, n°10).

⁹³² La compétence de l'assemblée générale extraordinaire découle de l'article L.225-96, al 1^{er} du Code de commerce au sein d'une société anonyme. L'article L.227-9 du Code de commerce confère la compétence à la collectivité des associés au sein d'une SAS. (Sur ce point : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Compétence collectivité d'associés* », 4280, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : février 2022).

⁹³³ Sur le principe de libre modification des pactes extrastatutaires : COSTEL L., « *Enjeux/Risques du pacte d'actionnaires* », 381-2, Lamy Contrats Internationaux, date d'actualisation : 4 mai 2021 ; MESSAI-BAHRI S., ROUSSILLE M., « *Pactes d'associés (et pactes d'actionnaires)* », Études Joly Sociétés, 9 juin 2022, n°6. Sur la facilité de la modification et l'absence d'obligation de se soumettre à la procédure des avantages particuliers : LEROY C., *Le pacte d'actionnaires dans l'environnement sociétaire*, op.cit., p. 39 et 40, n°65.

⁹³⁴ Sur les clauses généralement logées dans les pactes d'actionnaires : DAIGRE J.-J., « *Pacte d'actionnaires et capital-risque - Typologie et appréciation* », Bull. Joly Sociétés - n°2 - p. 157, 1er février 1993, I et II. Sur la possibilité de combiner les pactes et les statuts : DESACHE J.-M., DABROWSKI M., CORNEAU H., « *Pacte et statuts : quel support choisir et comment les associer?*, op.cit. II, B) (encadré) », La conclusion des pactes peut aussi constituer une source de blocage : LEROY C., *Le pacte d'actionnaires dans l'environnement sociétaire*, op.cit., p. 46, n°78.

⁹³⁵ Les clauses figurant dans le pacte ne peuvent donc pas être invoquées à l'encontre des actionnaires non-signataires si ces derniers ne sont pas partis aux pactes. Il convient cependant de noter qu'un tiers

récemment, de certaines insuffisances spécifiques. Les réformes opérées par l'ordonnance de 2016⁹³⁶ ont néanmoins permis de renforcer le cadre juridique régissant l'exécution de certains des pactes extrastatutaires.

L'une des formes fréquentes des pactes, les promesses d'achat ou de vente de droits sociaux sous condition suspensive, souffraient notamment, préalablement à la réforme du droit des contrats, d'une jurisprudence de la Cour de cassation privant le bénéficiaire de la promesse de la possibilité demander l'exécution forcée tant que l'option (d'achat ou de vente) n'était pas levée⁹³⁷.

Le droit français a connu une évolution favorable sur ce point : l'exécution forcée des promesses unilatérales relatives à la cession de droits sociaux semble désormais

peut se prévaloir des dispositions d'un pacte d'actionnaire. Un tiers, peut, en effet agir en responsabilité délictuelle contre une partie, si le préjudice a été causé par la violation d'une clause contractuelle (Cass. com., 18 déc. 2007, n° 05-19397). En outre le pacte peut être opposé aux tiers en tant que fait juridique (Cass. com., 31 mars 2009, n° 08-15655, SA Electrolium c/ SARL Chabry consulting) ou source de responsabilité délictuelle (Cass. ch. mixte, 26 mai 2006, n° 03-19.376). Sur la force juridique des pactes : MOULIN J.-M., « *Sociétés anonymes – Pactes d'actionnaires* », op.cit., n°9 ; MESSAI-BAHRI S., « *Pactes d'associés (et pactes d'actionnaires)* », op.cit. n°212. Sur l'opposabilité aux tiers des statuts : DONDERO B., *Droit des sociétés*, op.cit., p. 101, n°121.

⁹³⁶ Article 2 de l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations.

⁹³⁷ Sous l'empire de l'ancien article 1142 le non-respect des clauses relatives aux engagements d'achat ou de vente de droits sociaux (avant la levée d'option) ne pouvait être sanctionné que par des dommages et intérêts, dans la mesure où la clause en question figurait dans un pacte extrastatutaire. En effet, avant la levée d'option la promesse d'achat ou de vente semblait constituer un engagement de faire. Le fondement de cette position était l'arrêt « Cruz » de la Cour de Cassation (Cass, 3e civ., 15 décembre 1993, no 91-10.199). Sur ce point également : Cass. 3e civ., 26 juin 1996, no 94-16.326). L'exécution forcée a pu toutefois être prononcée dans certaines décisions (CA Paris, 25e ch., sect. A, 21 déc. 2001, no 2001/0934) ; Cass. 3e civ., 26 juin 1996, no 94-16.326 ; CA Versailles, 12e ch., 14 octobres 2004, Peignot c/ SA Alliance Développement et Conseil). Sur ces arrêts : AYNES L., BAUDUIN E., BERGOUGNOUX M., BERTEL J.-P., BLANCHARD C., BOCCARA M., BOULANGER D., « *Jurisprudence relative à l'exécution forcée des pactes avant la réforme du droit des obligations* », 540-45, date d'actualisation : 19 octobre 2021; URBAIN-PARLEANI I., « *Sociétés anonymes - Pactes d'actionnaires - Clauses de sortie - Exécution forcée* », Rev. soc.2005 p.472 ; VAMPARYS X., « *Validité et efficacité des clauses d'entraînement et de sortie conjointe dans les pactes d'actionnaires* », Bull. Joly Sociétés, n°7, 1er juillet 2005, (p. 820 à 838), section II, A), 1 ; MESSAI-BAHRI S., « *Pactes d'assoicés (et pactes d'actionnaires)* », op.cit., n°218.

possible même avant la levée d'option⁹³⁸ sur le fondement de l'article 1224 du Code civil, créé par l'ordonnance de 2016. Cela favorise les clauses fréquemment employées lors des opérations de capital-risque, telles que les clauses de sortie conjointe (« *tag along* ») et les clauses d'entraînement (« *drag along* ») qui s'analysent souvent comme des promesses unilatérales d'achat ou de vente de droits sociaux⁹³⁹.

La force juridique des pactes de préférence a également été renforcée à travers l'évolution jurisprudentielle. Si la nullité ou l'exécution forcée ont été admises par la jurisprudence depuis 2006, en cas de violation du pacte de préférence intervenu à la suite d'une collusion frauduleuse⁹⁴⁰, il semblait très difficile d'apporter la preuve de

⁹³⁸ En vertu de l'article 1124, al. 2 du Code civil l'exécution forcée avant même la levée d'option semble possible. L'article en question dispose que « *La révocation de la promesse pendant le temps laissé au bénéficiaire pour opter n'empêche pas la formation du contrat promis* ». Sur ce point : MESSAI-BAHRI Soraya, « *Pactes d'associés (et pactes d'actionnaires)* », op.cit., n° 220.

⁹³⁹ La clause d'entraînement, qui s'analyse juridiquement comme une promesse unilatérale ou d'une promesse de porte-fort (article 1204 du Code civil) offre une option d'achat avancée à l'ensemble des signataires qui se trouverait de détenir la quasi-totalité du capital (environ 95%) ou serait en position d'acquérir la totalité du capital (VAMPARYS X., « *Validité et efficacité des clauses d'entraînement et de sortie conjointe dans les pactes d'actionnaires* », op.cit. (partie introductive) ; MESSAI-BAHRI S., ROUSSILLE M., « *Pactes d'associés (et pactes d'actionnaires)* », op.cit. n°86). La clause de sortie conjointe a pour objet de conférer à certaines des associés le droit de céder tout ou partie de leurs actions dans le cas où l'un des associés, déterminant aux yeux de l'investisseur, recevait une offre d'achat portant sur ses actions (DESACHE J.-M., DABROWSKI M., CORNEAU H., « *Pacte et statuts : quel support choisir et comment les associer* », op.cit. II, B) (encadré)). La clause de sortie conjointe (« *tag along* ») peut également prendre la forme d'une promesse unilatérale d'achat ou vente ou celle d'une promesse de porte-fort (VAMPARYS X., « *Validité et efficacité des clauses d'entraînement et de sortie conjointe dans les pactes d'actionnaires* », op.cit., I, A), 2 ; MESSAI-BAHRI S., ROUSSILLE M., « *Pactes d'associés (et pactes d'actionnaires)* », op.cit., n° 74 et n°75). Sur l'impact du changement apporté par l'ordonnance de 2016 sur ces clauses : STUCKI D., « *Pactes d'actionnaires et réforme du droit des contrats* », Dr. sociétés, n° 1, Janvier 2018, étude 1, p. 9, n°6 et n°7 ; BARRIERE F., W. GRUMBERG A., « *L'incidence de la réforme du droit des contrats sur les opérations d'acquisition* », Rev. soc., 2016., (p.639 à 649), n°38. Il convient enfin de noter que le non-respect d'une promesse de porte fort ne peut donner lieu qu'à des dommages et intérêts (GRUMBERG A., « *L'incidence de la réforme du droit des contrats sur les opérations d'acquisition* », op.cit., n°39).

⁹⁴⁰ En matière de pacte de préférence il est possible depuis 2006 de demander la nullité et l'article 1123 du Code civil prévoit également « *la substitution au tiers dans le contrat conclu* » « *lorsque le tiers connaissait l'existence du pacte et l'intention du bénéficiaire de s'en prévaloir* » (Cass. ch. mixte, 26 mai 2006, no 03-19.376). Sur ce point : DESACHE J.-M., DABROWSKI M., CORNEAU H., « *Pacte*

cette collusion en pratique. Grâce à la réforme il est désormais possible d'intenter une action interrogatoire qui est susceptible de faciliter la démarche des parties souhaitant engager une action ayant pour l'objet de l'annulation de l'exécution forcée d'un contrat conclu en violation d'un pacte de préférence⁹⁴¹.

Si le choix du support de négociation reste une question incontournable dans le cadre d'une opération de capital-investissement, nous allons, dans le cadre de notre étude, nous concentrer sur différentes clauses qui pourraient permettre aux capital-investisseurs d'anticiper les risques propres aux *start-up*.

Nous distinguerons, à ce titre, deux catégories d'aménagements : les clauses relatives à la gouvernance de la *start-up* (A) et celles liées à la dépréciation de la valeur des droits sociaux (B).

A) Les aménagements relatifs à la gouvernance : une liberté de déroger aux droits fondamentaux des associés

162 Un recours nécessaire aux clauses relatives à la gouvernance de la société. Les aménagements contractuels relatifs à la gouvernance de la *start-up* peuvent s'avérer nécessaires afin de pallier les difficultés inhérentes à la relation dirigeant-investisseur. Les investisseurs se trouvent, en effet, dans une situation de dépendance vis-à-vis des dirigeants de la *start-up*⁹⁴². Or les dirigeants de ces jeunes entreprises ne disposent pas nécessairement l'expérience pour opérer les bons choix stratégiques pour la société et n'ont souvent pas les mêmes objectifs que l'investisseur. Si les dirigeants poursuivent fréquemment des objectifs

et statuts : quel support choisir et comment les associer », op.cit., I, B) MESSAI-BAHRI S., ROUSSILLE M., « *Pactes d'associés (et pactes d'actionnaires)* », op.cit., n°220 et s.

⁹⁴¹ La collusion frauduleuse restait, en effet, très difficile à établir en pratique (MESSAI-BAHRI S., ROUSSILLE M., « *Pactes d'associés (et pactes d'actionnaires)* », op.cit., n° 218. Sur l'importance de l'action interrogatoire : SSAI-BAHRI S., ROUSSILLE M., « *Pactes d'associés (et pactes d'actionnaires)* », op.cit., n°220).

⁹⁴² La dépendance est avant tout juridique. Ce sont en effet les dirigeants effectifs qui représentent la société à l'égard des tiers (en vertu du I de l'article L. 225-56 du Code de commerce s'agissant de la SA). Sur ce point : GERMAIN M., « *Synthèse - Administration, direction et contrôle de la société anonyme* », op.cit. n°43.

entrepreneuriaux, les ambitions des investisseurs (non-dirigeants) restent essentiellement financières⁹⁴³.

En raison des intérêts contradictoires des dirigeants et investisseurs, ainsi que des informations lacunaires des détenteurs des titres de capital non cotées⁹⁴⁴, les « *risques d'agence* »⁹⁴⁵, résultant du comportement opportuniste des dirigeants, semblent importants en matière de capital-investissement. Les actionnaires peuvent notamment être confrontés à des situations où les dirigeants agissent à l'encontre de leurs intérêts sans avoir des informations sur ces actes « *cachés* »⁹⁴⁶.

⁹⁴³ L'objectif principal des investisseurs est, outre la cession des titres sociaux, de profiter des résultats financiers de la société et de maximiser ces derniers. Les dirigeants de la société peuvent, toutefois avoir un intérêt personnel et entrepreneurial, ce qui ne va pas nécessairement de pair avec la réalisation d'un profit à court terme. Les investisseurs peuvent, dans certains cas, également avoir des motivations autres que financières (soutien d'un secteur en particulier et l'utilisation de la technologie de l'entreprise en cas de *corporate venture* ou motivation entrepreneuriale en cas de *business angels*). La motivation financière reste toutefois souvent le principal intérêt de l'opération. Sur les motivations des investisseurs personnes physiques : DUBOCAGE E., RIVAUD-DANSET D., « II. *Les pratiques à l'épreuve des théories* », in : *Le Capital-risque*, La Découverte, 2006, (p. 36 à 60).

⁹⁴⁴ Par rapport notamment aux informations dont disposent les actionnaires des sociétés cotées. Ces derniers ont accès à une quantité d'information importante (les obligations d'informations sont mentionnées *supra* n°112 et s.).

⁹⁴⁵ Les risques liés à la relation d'agence en matière de capital-investissement se composent du risque de sélection et les risques liés au contrôle (aléa moral et « *holdup* »): DUFFNER S., « *Principal-Agent Problems in Venture Capital Finance* », University of Basel, WWZ Department of Finance, Working Paper No 10/03, Spring 2007, p. 34, 37 et 38 (n°3.2.2 à n°3.4) ainsi que p. 43 à 47 (n°4.1.2) ; HUY TO V., *Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital-risque français*, op.cit., p. 105 à 109). TYKVOVA T., *What do economists tell us about venture capital contracts?*, Journal of Economic Surveys. Feb2007, Vol. 21 Issue 1, p. 73 ; CUMMING D., *Oxford Handbook of Venture Capital*, April 2012, OUP USA, p. 512 et s.

⁹⁴⁶ Les difficultés liées à la suivie des actions des dirigeants par les actionnaires sont couramment appelées « *aléa moral* ». L'exploitation de manière opportuniste de la situation avantageuse du dirigeant est référée comme « *holdup* » (sur ce point : DUFFNER S., *Principal-Agent Problems in Venture Capital Finance*, op.cit., p. 34 et 64 et s.; CUMMING J. Douglas, JOHAN A. Sofia, *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*, Elsevier, 2014, p. 46 et 48, n°2.3.1 à n°2.3.3 (pour l'aléa moral) et p. 52 et 53, n°2.3.6 (pour le *holdup*); DUBOCAGE E., RIVAUD-DANSET D., « II. *Les pratiques à l'épreuve des théories* », in : *Le Capital-risque*, op.cit., p. 41 à 48 (aléa moral).

Afin de pouvoir exercer un contrôle adéquat sur les décisions prises par les dirigeants de la *start-up*, les investisseurs sont susceptibles de demander des droits politiques supplémentaires (1). En outre, les investisseurs sont également vigilants quant à la composition du *management* de la *start-up*, qui s'avère souvent une question déterminante dans le cadre de la décision d'investissement. Les investisseurs peuvent donc être amenés à exiger des garanties leur permettant de s'assurer que la *start-up* ne perdra pas « *l'homme clé* » nécessaire pour sa réussite (2).

1) *La liberté quant à l'aménagement du droit de vote par voie conventionnelle*

163 Une liberté utilisée pour contrôler la *start-up*. Les capitaux-investisseurs ne possèdent souvent qu'un pourcentage minoritaire du capital de la *start-up*⁹⁴⁷ et en l'absence d'aménagements contractuels, ne sont fréquemment pas en mesure d'influer sur les décisions prises par les dirigeants de celle-ci. Or, ils disposent généralement d'une expérience précieuse en matière d'entrepreneuriat et d'une connaissance fine du secteur dans lequel la *start-up* opère. Pour ces raisons, et également pour compenser le risque élevé qu'ils ont pris en investissant dans la *start-up*, les capitaux-risqueurs peuvent être amenés à demander des droits politiques, et notamment des droits de votes⁹⁴⁸ supplémentaires.

164 L'aménagement à travers des pactes d'actionnaires : les conventions de vote. L'une des possibilités offertes aux investisseurs afin d'obtenir un rôle plus important dans la gouvernance de la *start-up* est l'aménagement des pactes extrastatutaires et notamment des conventions de vote. Ces conventions peuvent permettre, au-delà de l'augmentation du pouvoir politique des investisseurs, un alignement de la position des actionnaires fondateurs avec celles des capitaux-risqueurs dans certaines décisions relatives à la vie de l'entreprise.

⁹⁴⁷ Les capitaux-risqueurs restent des actionnaires minoritaires, même si le pourcentage détenu dans le capital peut-être plus grand en fonction du stade de développement de l'entreprise (le pourcentage détenu dans le capital est le plus élevé en présence les *start-up* les plus jeunes). Sur ce point : MARCHETEAU D., « *Capital-risque -Création* », op.cit., n°1 ; EVCA, *Guide on Private Equity and Venture Capital, An EVCA Special Paper*, November 2007, n°5.3.

⁹⁴⁸ Ces droits sont susceptibles de leur permettre d'orienter les décisions importantes de l'entreprise, telles que l'augmentation ou la réduction de capital, la distribution des dividendes de la société.

Les conventions de vote semblent également convenir à des *start-up* de petite taille, dans la mesure où le recours à cette technique contractuelle permet de conférer aux investisseurs des droits politiques supplémentaires sans faire appel à la technique de l'action de préférence, qui nécessiterait l'application de la procédure des avantages particuliers⁹⁴⁹.

Les conventions de vote ont fait l'objet une évolution importante depuis les années 1960 où Cour de cassation était encore hostile à leur égard. Cette hostilité peut être expliquée par le caractère d'ordre public du droit de vote et son caractère essentiel au regard du statut d'associé⁹⁵⁰. C'est seulement après la loi de 1985 que la licéité des conventions de vote a pu être affirmée avec certitude⁹⁵¹.

⁹⁴⁹ La procédure des avantages particuliers reste obligatoire en cas d'avantages particuliers accordés à travers des actions de préférence mais également grâce à des modifications statutaires. Les contraintes résultant de la procédure des avantages particuliers sont abordées *infra* n°183.

⁹⁵⁰ Le caractère essentiel du droit de vote au regard de la qualité d'associé a été affirmée par la Cour de cassation en 1932 (notamment par la décision suivante : Cass. civ. 7 avril 1932, DP. 1933). Sur ce point : LE NOACH G., *Statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, op.cit., p. 396, n°544 à n°546). Cette position a été réaffirmé dans l'arrêt Château d'Yquem (Cass. Com., 9 février 1999, n°96-17.661 (sur ce point : LE NOACH G., *Statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, op.cit., p. 397, n°545 et n°546). Sur l'ordre public dit « *sociétaire* » : LE NOACH G., *Statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, op.cit., p. 37 et s., n°37 et s. L'ordre public sociétaire paraît englober l'ensemble des règles impératives de droit spécial des sociétés et dispose ainsi d'un champ d'application très large : KALODIKIS N., *L'ordre public économique sociétaire devant le phénomène des montages : approche comparée du droit français et du droit grec*, thèse, Université de Strasbourg, 8 avril 2015 p. 20.

⁹⁵¹ L'interdiction initiale des conventions de vote a été fondée sur l'article L.242-9, al. 3 du Code de commerce. La Cour de cassation a notamment eu l'occasion de confirmer l'annulation d'une convention de vote en 1960 (Cass. com., 10 juin 1960, no 57-10.757). La reconnaissance indirecte de la validité des conventions de vote a eu lieu pour la première fois à travers les articles L.233-3, L.223-6 et L.223-10 du Code de commerce instaurés par la loi de 1985 (loi no 85-705 du 12 juillet 1985) ainsi que par l'article 1844 du Code civil où est apparue la référence pratique des conventions de vote licites dans certaines conditions. Il convient de préciser que la vente de droit de vote en contrepartie d'une rémunération pourrait être qualifiable de trafic d'influence et sanctionnée pénalement (DEVÈZE J. et al., « *Conventions de vote destinées à l'organisation du contrôle* », 1222, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022 ; CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Prérogative d'ordre public - Problème de conventions de vote* », 897, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023 ; VIANDIER A., « *Observations sur les conventions de vote* », JCP G, n° 28, doct. 3253, n° III), 16 Juillet 1986).

Si leur validité est désormais reconnue⁹⁵² leur efficacité reste relativement faible : le non-respect des conventions de vote ne peut pas être sanctionné par la nullité⁹⁵³ et la possibilité de demander leur exécution forcée reste incertaine⁹⁵⁴, même si plusieurs auteurs soutiennent que rien ne s'oppose à la mise en œuvre de cette voie d'exécution au regard de ces conventions⁹⁵⁵.

Les faiblesses relatives aux conventions de vote peuvent être compensées par les aménagements statutaires, notamment au sein de la SAS qui permettent la modulation du droit de vote des associés par des simples modifications statutaires. La méconnaissance des dispositions statutaires de la SAS est, par ailleurs, sanctionnée par la nullité⁹⁵⁶.

165 Les atouts présentés de la SAS dans l'aménagement des droits de vote des actionnaires. En droit français les SAS comportent de véritables atouts pour les capitaux-investisseurs cherchant à établir un contrôle sur les jeunes entreprises innovantes.

⁹⁵² Cette validité reste toutefois conditionnée à l'absence de privation d'un actionnaire de manière permanente de son droit de vote, à l'absence de contrariété à l'intérêt social (SCHILLER S., « *Pactes d'actionnaires : clauses statutaires et pactes extrastatutaires* », Dalloz, Répertoire des sociétés, date d'actualisation : mai 2023, p. 127 et 128 (n°173 et n°174) ; CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Validité des conventions conformes à l'intérêt social* », Lamy sociétés commerciales, 901, date d'actualisation : 14 février 2023; à l'absence d'atteinte au principe de la libre révocabilité des dirigeants sociaux (Cette condition apparaît notamment dans l'arrêt CA Paris, 4 déc. 2012, no 11/15313, sur cet arrêt : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Clauses de vote* », 1299, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 27 mai 2023).

⁹⁵³ Article L. 235-1 du Code de commerce (Sur ce point : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Exécution des conventions de vote* », 1182, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 12 décembre 2022 ; DESACHE J.-M., DABROWSKI M., CORNEAU H., « *Pacte et statuts : quel support choisir et comment les associer* », op.cit., I, B)) ; SCHILLER S., « *Pactes d'actionnaires : clauses statutaires et pactes extrastatutaires* », op.cit., p. 173, n° 236.

⁹⁵⁴ SCHILLER S., « *Pactes d'actionnaires : clauses statutaires et pactes extrastatutaires* », op.cit., p. 173 et 174, n° 236 et n°237. *A contrario* il est possible de noter un exemple à l'exécution forcée : CA Paris, 5e ch. C., 30 juin 1995, Sté Métaleurop, Juris-Data no 1995-021894.

⁹⁵⁵ LUCAS F.-X., « 321. *L'exécution forcée des conventions de vote* », Bull. Joly Sociétés, n°07, 1er juillet 2011, (p. 625 à 635), n°II, B), 1) ; LAMAZEROLLES E., « *Faire exécuter les conventions de vote entre associés* », JCP E, 1234, n° 18, 6 Mai 2021, p. 26, n°17.

⁹⁵⁶ Article L.227-15 du Code de commerce.

Contrairement aux autres formes sociales, les SAS peuvent prévoir des droits de vote supplémentaires sans faire appel aux actions de préférence⁹⁵⁷. Si la flexibilité statutaire de la SAS ne permet pas aux *start-up* d'éviter la lourdeur de la procédure d'avantages particuliers, elle reste intéressante pour les investisseurs notamment en raison de la possibilité d'individualiser les droits de vote de chaque détenteur de titre de capital⁹⁵⁸. Une telle individualisation peut notamment s'avérer utile si la *start-up* souhaite attribuer un droit de veto à un actionnaire particulier sur la décision d'un organe social⁹⁵⁹.

Les associés de la société doivent néanmoins rester vigilants vis-à-vis de la rédaction des dispositions statutaires relatives aux droits de vote accordés aux associés : il convient en effet d'éviter que les éventuels droits de vote supplémentaires n'apparaissent pas comme étant attachés à une catégorie d'actions afin d'éviter une requalification en action de préférence⁹⁶⁰.

Enfin, si les statuts d'une SAS permettent de créer des droits de vote multiples de manière conventionnelle seules les actions de préférence peuvent limiter les droits de vote des actionnaires, de manière temporaire⁹⁶¹.

⁹⁵⁷ Les SA doivent faire appel à des actions de préférence pour aménager les droits de vote des associés (en vertu de l'article L.228-11 du Code de commerce). Sur la flexibilité statutaire de la SAS : AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées, Création et statut des associés* », op.cit., n° 110.

⁹⁵⁸ BRUGIERE A., ROBERT A., « *Le droit de vote multiple dans les SAS et les SA : tour d'horizon des mécanismes envisageables* », Rev. Lamy dr. aff., N° 151, 1er septembre 2019, (p. 52 à 58), partie introductive.

⁹⁵⁹ CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Liberté de déterminer les conditions d'adoption des décisions* », 4286, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023 ; BRUGIERE Alexandre, ROBERT Alexandre, *Le droit de vote multiple dans les SAS et les SA : tour d'horizon des mécanismes envisageables*, op.cit., p. 2, I, A) ; CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Utilisation de la technique des actions de préférence* », 1245, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023.

⁹⁶⁰ BRUGIERE A., ROBERT A., « *Le droit de vote multiple dans les SAS et les SA : tour d'horizon des mécanismes envisageables* », op.cit., p. 2, I, A).

⁹⁶¹ Abordé *infra*, n°177. Nous rappelons également que le droit de participer aux décisions collectives peut pas être limité (LE NOACH Gauthier, *Statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, op.cit., p. 396, n°546. Une décision de la Cour de cassation de 2007 sur cette interdiction : Cass. com., 23 oct. 2007, no 06-16.537. Sur la décision : BRUGIERE A., ROBERT A., « *Le droit de vote multiple dans*

2) *La licéité des clauses permettant de stabiliser le management de la start-up*

166 L'intérêt des clauses ayant pour but de limiter la mobilité des dirigeants de la start-up. La stabilité du *management* est primordiale pour la bonne gestion d'une *start-up* et, *in fine*, pour un contrôle efficace sur cette dernière⁹⁶². Cette stabilité peut être atteinte par la mise en place de mécanismes permettant de s'assurer de l'absence de sortie des dirigeants clés, notamment à travers la clause d'inaliénabilité qui a pour effet d'interdire la cession des titres financiers d'un actionnaire ou d'un dirigeant (ayant la qualité d'actionnaire) pendant une certaine période⁹⁶³.

Les clauses de *good leaver* et le *bad leaver* constituent également un moyen de contrôle très efficace sur les dirigeants sociaux d'une *start-up*. Elles peuvent être employées comme des outils permettant d'aligner les objectifs du *management* avec ceux des actionnaires mais également comme des techniques de gestion de conflits entre associés.

Ces clauses, qui s'analysent comme des promesses unilatérales⁹⁶⁴, tiennent compte des circonstances du départ de l'associé dans la valorisation des droits sociaux et peuvent

les SAS et les SA : tour d'horizon des mécanismes envisageables », op.cit. p. 2, I, A); LEROY Caroline, *Le pacte d'actionnaires dans l'environnement sociétaire*, op.cit., p. 149 et 159, n°325

⁹⁶² HELLMANN F. T., « *The Allocation of Control Rights in Venture Capital* », *The Rand Journal of Economics*, February 1998, p. 58.

⁹⁶³ Une clause d'inaliénabilité peut assurer la présence de l'homme-clé au sein de la société pendant la durée de l'investissement. Sur ce point : MARCHETEAU D., « *Capital-risque - Création* », op.cit., n°42. Sur la clause d'inaliénabilité : MOUBSIT H., « *Les clauses d'inaliénabilité en droit des sociétés* », *Rev. Lamy dr. aff.*, N° 86, 1er octobre 2013, (p. 21 à 23), partie introductive; MARCHETEAU D., MAYA-HUREL C., SEVEGRAND P.-L., MOREAU C., « *LBO (Leverage buy out)* », *Fasc. 2310*, 19 juin 2019, n°163. Il convient cependant de préciser que l'interdiction de la cession au cours d'une période trop étendue peut s'avérer désincitative au regard des personnes sujettes à la clause qui peuvent se trouver privées de la possibilité de profiter de la croissance de la jeune entreprise innovante. C'est pour cela que la clause d'inaliénabilité dispose généralement d'une durée relativement courte et peut même prévoir une période (dite de « *respiration* ») pendant laquelle les dirigeants concernés peuvent céder leurs actions s'ils la souhaitent (MARCHETEAU D., « *Capital-risque - Création* », op.cit., n°42).

⁹⁶⁴ MOULIN J.-M., « *Sociétés anonymes - Pactes d'actionnaires* », op.cit., n°59.

contraindre le dirigeant à les céder. En cas de bonne gestion de la société, le dirigeant, bénéficiaire d'une clause *good leaver*, obtient le droit se faire racheter ses droits sociaux dans des conditions favorables. *A contrario*, la clause de *bad leaver* oblige le dirigeant ayant commis une faute⁹⁶⁵, de céder ses droits sociaux dans les conditions défavorables⁹⁶⁶. En effet la clause de *bad leaver* est fréquemment associée à une clause d'éviction qui permet de forcer l'associé à céder ses droits sociaux⁹⁶⁷.

⁹⁶⁵ La notion de faute en matière de clause de *bad leaver* ne coïncide pas nécessairement avec celle connue dans le domaine du droit du travail : BONDERO B., « *La clause good leaver/bad leaver et le respect de la procédure prévue par le pacte d'actionnaires* », Gaz. Pal., n°180, 29 juin 2013, (pages 21 à 23), section I). Dans un arrêt de 2015 la Cour de cassation a toutefois retenu une définition de la faute grave similaire à celle employée par la Chambre sociale (Cass. com., 3 févr. 2015, no 13-28164, obs. SCHILLER S., « *Application par la chambre commerciale d'une clause de bad leaver déclenchée par une faute grave « au sens du droit social* », Bull. Joly Sociétés, n°04, 1^{er} avril 2015, p. 190).

⁹⁶⁶ Sur la possibilité de la requalification de la clause de *bad leaver* en sanction pécuniaire : BAUGARD D., BORGA N., « *L'admission ambiguë des clauses de bad leaver* », D. 2016. (p.2042 à 2047), n°17 et s. ; SCHILLER S., LEPETRE J.-M., BIGNEBAT P., « *Décote de prix des actions en cas de licenciement : oui, mais...* », JCP E, 1504, n° 39, 29 Septembre 2016, (p. 17-20), n°3 et s. La nullité d'une clause liant la cession forcée des titres d'un salarié à une condition potestative : HEINICH J., « *Pacte extrastatutaire, promesse de vente et condition potestative* », Rev. soc. 2018. 303, n°2 et s.

⁹⁶⁷ Cette clause a pour objet d'organiser la sortie forcée des actionnaires visés en fonction des conditions objectives et de manière automatique, pour qu'elle soit efficace. Il convient de noter que la clause d'éviction peut être mise en œuvre à l'occasion de la perte par un associé d'une qualité essentielle pour la société (il peut s'agir notamment de la démission du poste de président ou de directeur général). La clause d'éviction peut, dès lors, également être utilisée comme un moyen de contrôle sur la *start-up*. Elle doit être distinguée de la clause d'exclusion par son objet. Cette dernière, comme son nom l'indique, permet aux actionnaires d'une société d'exclure un autre qui serait devenu indésirable aux yeux de la collectivité des associés de l'entreprise (sur ce point : MOULIN J.-M., « *Sociétés anonymes – Pactes d'actionnaires* », op.cit., n°28 ; GERMAIN M., PERIN P.-L., AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées. – Organisation des rapports entre associés. – Clauses statutaires relatives à la cession d'actions* », Fasc.155-30, JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 10 octobre 2022, n°15). La clause d'exclusion offre solution radicale favorisant le maintien de la cohésion social notamment en permettant d'éviter une situation de blocage (GERMAIN M., PERIN P.-L., « *L'exclusion statutaire des associés de SAS* », Bull. Joly Sociétés, n°12, (p. 1016 à 1025), n°1).

167 Une reconnaissance de la licéité des clauses d'inaliénabilité et de *bad leaver*. Le droit de disposer de ses actions, qui résulte directement du droit de propriété⁹⁶⁸, constitue l'un des droits fondamentaux de l'associé⁹⁶⁹.

Bien que les dérogations au droit de disposer de son titre financier constituent une atteinte à un droit fondamental, la licéité de la clause d'inaliénabilité semble, depuis longtemps, reconnue au sein des pactes d'actionnaires⁹⁷⁰. La possibilité de conclure des clauses d'inaliénabilité reste toutefois également dépendante de la forme sociale choisie. La validité de ces clauses au sein des statuts des SA ne dispose pas d'assise légale et reste, encore aujourd'hui, discutable⁹⁷¹.

Il n'en est toutefois pas de même en présence des clauses insérées dans les conventions extrastatutaires⁹⁷² ou au sein des statuts de la SAS⁹⁷³. Cette forme sociale permet de

⁹⁶⁸ Article 544 du Code civil.

⁹⁶⁹ Le droit de propriété des actions de l'associé fait partie de l'ordre public. Sur ce droit : LE NOACH G., *Statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, op.cit., p. 335 à 336 (n°470 à n°472) ; 339 (n°476) ainsi que 363 (n°506) et 376 (n°552).

⁹⁷⁰ La clause d'inaliénabilité porte, en effet atteinte au droit fondamental de l'associé : au droit de disposer du titre qu'il détient l'empêchant de céder ce dernier. Si les conditions de validité de la clause varient en fonction de la forme sociale choisie l'atteinte au droit fondamental de l'associé doit être justifiée par l'intérêt sérieux et légitime (LE NOACH G., *Statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, op.cit., p. 386 et 387, n°553)). Un tel intérêt existe si l'objectif de la clause est d'assurer la stabilité du capital (LE NOACH G., *Statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, op.cit., p. 387, n°553). En outre une limitation du périmètre de la clause sur le plan temporel et matériel s'avère également nécessaire pour que l'atteinte soit proportionnée à l'objectif poursuivi (SCHUTZ R.-N., « *Inaliénabilité* », Rép. civ., Dalloz, date d'actualisation : avril 2021, n°103 et n°105 et s.).

⁹⁷¹ Sur une approche concluant à l'illicéité des clauses d'inaliénabilité au sein des statuts des sociétés anonymes : MOUBSIT H., « *Les clauses d'inaliénabilité en droit des sociétés* », op.cit., I, B) ; LEROY C., *Le pacte d'actionnaires dans l'environnement sociétaire*, op.cit., p. 197 et 198.

⁹⁷² Sur les conditions de validité des clauses d'inaliénabilité au sein des conventions extrastatutaires : CA Paris, 3e ch. A, 4 mai 1982, SA Groupement des industries de matériaux de construction Gimat c/ SA Rhône Poulenc Industries-Celogil-Resogil,; Cass. 1re civ., 31 oct. 2007, n° 05-14.238, Jean-Claude G. c/ Crédit Lyonnais SA, n° 2007-041117). Sur ce point : AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées, Création et statut des associés* », op.cit., n°125 ; LEROY C., *Le pacte d'actionnaires dans l'environnement sociétaire*, op.cit., p. 198 et 199.

⁹⁷³ La validité des clauses les clauses d'inaliénabilité ne soulève pas d'interrogations au sein des sociétés par actions simplifiées, où elles peuvent figurer dans les statuts (sur le fondement des articles L.227-13 du Code de commerce). Sur ce point : AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées*,

répondre aux insuffisances présentées par des SA et offre, en effet, un fondement légal pour les clauses d'inaliénabilité statutaires.

Contrairement à la clause d'inaliénabilité, la licéité des clauses obligeant un associé à céder ses droits sociaux telle que la clause *bad leaver*, a, jusqu'à récemment, fait l'objet d'incertitudes. Il était, en effet, possible de se demander si les clauses de cession forcée, prévoyant la perte du statut d'associé de façon automatique, pouvaient être qualifiées de clause d'exclusion.

Une telle qualification était susceptible d'avoir des conséquences importantes sur l'efficacité des stipulations concernées : les clauses d'exclusions doivent comporter un certain nombre de garanties qui pourraient s'avérer en contradiction avec l'esprit même d'une clause de *bad leaver*.

Une grande partie des avantages d'une clause de *bad leaver* réside, en effet, dans le caractère automatique de sa mise en œuvre. Or, les clauses d'exclusion requièrent la désignation d'un organe compétent pour l'exclusion et la mise en œuvre d'une procédure contradictoire⁹⁷⁴. De plus, les clauses d'exclusions ne peuvent figurer au sein

Création et statut des associés », op.cit., n° 125 ; CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Clause d'inaliénabilité* », 1310, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 27 mai 2023.

⁹⁷⁴ Pour que l'exclusion ne puisse pas être prononcée selon les critères subjectifs, la personne visée par l'exclusion doit être protégée par les garanties procédurales : DAIGRE J.-J., METAIS N., TANDEAU DE MARSAC V., ARCHIBALD S.-C., CERATI-GAUTHIER A., « *Clauses d'exclusion dans les sociétés anonymes non cotées – Commentaires* », Fasc. P-240, date d'actualisation. 20 juin 2017, n°5, n°21 et n°22). En outre le motif de l'exclusion doit être suffisamment précis (perte de la qualité de salarié ou l'existence d'une situation de blocage), doit se présenter comme conforme l'intérêt social (LE NOACH G., *Statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, Dalloz, juillet 2020, p. 393 et 394, n°540 et n°541). Enfin, l'associé doit être en mesure de voter à l'occasion de la décision relative à son exclusion : Cass. com., 23 oct. 2007, n° 06-16.537. Sur cette décision : AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées, Création et statut des associés* », op.cit., n°136.

des pactes extrastatutaires⁹⁷⁵ et, quand elles figurent dans les statuts, leur licéité est seulement confirmée dans certaines formes sociales⁹⁷⁶.

En faveur de l'efficacité des clauses de *bad leaver*, la Cour de cassation a, dans ses décisions récentes, fait une distinction claire entre les clauses d'exclusion et les clauses d'éviction et a conclu à leur licéité de ces dernières.

Aujourd'hui, les clauses d'éviction, contrairement aux clauses d'exclusion, peuvent figurer dans les pactes extrastatutaires⁹⁷⁷ ou dans les statuts⁹⁷⁸ et peuvent entraîner la

⁹⁷⁵ Ce raisonnement se comprend aisément : les clauses prévues au sein des pactes d'actionnaires, constituant un engagement de rang inférieur à celui des statuts, ne semblent pouvoir priver une personne de sa qualité d'actionnaire (sur ce point : DAIGRE J.-J., METAIS N., TANDEAU DE MARSAC V., ARCHIBALD S.-C., CERATI-GAUTHIER A., « *Clauses d'exclusion dans les sociétés anonymes non cotées – Commentaires* », op.cit., n°11 ; CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Clauses d'exclusion — de rachat forcé ou d'éviction* », 1320, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 27 mai 2023 ; sur ce point : DESACHE J.-M., DABROWSKI M., CORNEAU H., « *Pacte et statuts : quel support choisir et comment les associer* », op.cit. (partie introductive).

⁹⁷⁶ Une telle clause de peut figurer par exemple dans les statuts de la SAS sur le fondement de la l'article 227-16, alinéa 1^{er} et sur le fondement de l'article L.231-6 du Code de commerce et au sein des sociétés à capital variable (DAIGRE J.-J., METAIS N., TANDEAU DE MARSAC V., ARCHIBALD S.-C., CERATI-GAUTHIER A., « *Clauses d'exclusion dans les sociétés anonymes non cotées – Commentaires* », op.cit., n°4). La validité des clauses d'exclusion reste discutable au sein des statuts de la SA (AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées, Création et statut des associés* », op.cit., n° 131). La Cour de cassation a cependant déjà admis la validité d'une clause d'exclusion, sans fondement légal, au sein des statuts de la SNC (Cass. com., 8 mars 2005, n° 2005-027475).

⁹⁷⁷ Distinction entre promesse unilatérale de vente et clause d'exclusion : Cass. com., 6 mai 2014, n° 13-17.349 (sur cet arrêt : MORTIER R., « *De l'art d'expulser un associé sans encombre* », Dr. sociétés, n° 12, Décembre 2014, comm. 182, p. 14).

⁹⁷⁸ Suite à des évolutions jurisprudentielles la Cour de Cassation a également confirmé la validité des clauses d'évictions statutaires (dans les décisions suivantes : Cass. com., 29 sept. 2015, n°17-14.343 et Cass. soc., 9 mars 2017, n° 15-14.416). Sur les clauses d'évictions statutaires et extrastatutaires : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Clauses d'exclusion — de rachat forcé ou d'éviction* », op.cit ; MOULIN J.-M., « *Sociétés anonymes– Droits des actionnaires* », op.cit., n°90 ; DELSOL H.-L., « *De la perte de la qualité d'associé* », Dr. sociétés, n° 2, Février 2016, étude 3, p. 7 à 8, n°58.

perte de la qualité d'associé en cas de survenance d'un évènement objectif, sous réserve du respect de l'intérêt social⁹⁷⁹ et de la proportionnalité à celui-ci⁹⁸⁰.

L'évolution du droit français dans le domaine des clauses de gouvernance semble, en effet, favoriser la liberté d'organisation des rapports entre les capitaux-investisseurs et les fondateurs des *start-up*.

L'expansion de la liberté contractuelle est perceptible, au-delà des clauses relatives à l'organisation de la gouvernance de la société, dans l'aménagement des droits financiers des investisseurs.

B) Les aménagements relatifs aux droits financiers et le périmètre restreint de l'interdiction des clauses léonines

168 La liberté des capitaux risqueurs et les limites de cette liberté. Les capitaux-risqueurs ont pour objectif d'exploiter le fort potentiel de croissance de la jeune entreprise innovante. Pour optimiser leurs bénéfices, ils peuvent être amenés à demander des aménagements au sein des documents sociaux.

Les investisseurs ne peuvent toutefois pas se contenter de prévoir des aménagements relatifs à aux scénarios de croissance favorables. Ils doivent se prémunir contre les risques liés à la dépréciation des titres de la *start-up* ou contre son éventuelle dissolution. En effet dans le cas d'une procédure collective, les capitaux-risqueurs, actionnaires de la société, se trouveraient dans une situation très défavorable par rapport aux éventuels créanciers en raison de leur obligation de contribuer aux pertes

⁹⁷⁹ La condition liée à l'intérêt social peut être considérée comme remplie si la clause a pour but de résoudre un blocage, d'assurer la stabilité de l'équipe managériale ou constitue la condition même d'un investissement de capital-risque (sur ce point. : LE NOACH Gauthier, *Statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, op.cit., p. 393 et 394 (n°540).

⁹⁸⁰ LE NOACH G., *Statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, op.cit., p. 394 (n°541).

sociales (les associés sont appelés créanciers hypo-chirographaires ou sous-chirographaires)⁹⁸¹.

Or, les risques de dépréciation des titres et de dissolution sont sensiblement plus grands en présence d'une jeune entreprise innovante qu'en face d'une entreprise plus mature. Les *start-up* ne disposent pas nécessairement d'une stabilité financière semblable aux sociétés bien établies et leurs titres sont, pendant les premières années de leur existence, fréquemment illiquides⁹⁸².

Le droit français accorde une marge de manœuvre importante aux capitaux-investisseurs dans l'organisation de leurs droits financiers (1). Si cette liberté semble attractive du point de vue des investisseurs elle peut s'avérer dangereuse pour les *start-up* compte tenu des risques que comportent les clauses de *rachet* ou des engagements de rachat des droits sociaux à prix fixe (2).

⁹⁸¹ Les actionnaires sont des créanciers de dernier rang : LEGROS J.-P., « *Sauvegarde, redressement et liquidation judiciaires. – Sort des associés* », JCl. Commercial, Fasc. 2394, 15 mars 2020, n°61 ; FAVARIO T., « *L'associé, financier de la société en difficulté* », Rev. proc. coll.n° 5, Septembre 2017, étude 17, (p.22 à 28), n°6). Les actionnaires n'obtiennent donc le remboursement de leurs apports qu'après avoir satisfait la demande des créanciers (GRANIER T., « *Synthèse – Actions* », JCl. Sociétés Traité, 7 septembre 2023, n°13). Le risque de perte de l'investissement en capital, contrairement au risque de la perte de la créance (qui ce qui suppose le non-respect du contrat de prêt ou de crédit) ne résulte pas du non-respect du contrat de société mais fait partie intégrante de celui-ci en raison de l'obligation des associés de contribuer aux pertes sociales.

⁹⁸² L'échange des titres non cotés n'est pas organisé et encore moins automatisé, ce qui est susceptible d'avoir une influence négative sur la liquidité des titres. La cession des titres financiers non cotés est uniquement possible de gré à gré ce qui rend leur transmission relativement complexe en pratique. L'investisseur ne pourra pas céder ses titres en faisant offre au public, notamment en communiquant sur un site internet ou sur les réseaux sociaux, puisque ces actes entreraient dans le champ de l'interdiction de l'offre au public de titres (Article L.411-1 du Code monétaire et financier), ou en sollicitant de manière active des personnes tierces ce qui pourrait être constitutif de démarchage au sens de l'article L.341-1 du Code monétaire et financier. Dès lors, la sortie des capitaux investisseurs de l'entreprise cible intervient fréquemment par revente des titres à un repreneur tiers après l'écoulement de plusieurs années de détention. En effet, si la valorisation de la société en question a connu une croissance considérable l'entreprise se trouve désormais en phase d'expansion et la sortie des investisseurs reste plus aisée. Il est toutefois nécessaire de s'assurer que la croissance de la *start-up* ait atteint un niveau optimal afin que le titre puisse un jour être cédé.

1) Une liberté large quant à l'organisation des droits financiers des investisseurs

169 La souplesse du droit français quant à l'aménagement des droits financiers des associés. Les investisseurs disposent d'une marge de manœuvre plus importante dans l'aménagement de leurs droits financiers que leurs droits politiques. Si le partage égalitaire des bénéfices et des pertes constitue un principe général en matière de droit des sociétés il ne fait toutefois pas partie de l'ordre public⁹⁸³. La possibilité de répartir des profits ou des pertes de manière inégale a été très tôt reconnu en droit français⁹⁸⁴.

Les aménagements relatifs aux droits financiers ne doivent, en outre, pas nécessairement être logés dans les statuts. Après une période d'incertitude, la Cour de cassation a confirmé dans une décision de 2004 la licéité d'une répartition inégalitaire, résultant du commun accord des associés⁹⁸⁵.

Dans le cadre de la négociation avec la *start-up*, les investisseurs peuvent donc demander des droits supplémentaires prenant la forme de dividendes prioritaires ou majorés⁹⁸⁶ mais aussi une répartition prioritaire des produits de cession⁹⁸⁷.

⁹⁸³ En effet, la règle figurant à l'article 1844-9, al 1^{er} du Code civil n'est pas impérative et peut donc être écartée.

⁹⁸⁴ L'affectation inégalitaires des profits générés par la société n'est pas prohibée à l'article 1844-1, al 1^{er} du Code civil. Des décisions confirmant cette affirmation : Cass. civ., 27 mars 1861 : DP 1861 ; Cass. com., 29 oct. 2003, Sté Harpax c/ Sté Alma Atlantique, n° 00-17.538 (sur ce point : LUCAS F.-X., CAFFIN-MOI M., « *Théorie de bénéfices et des pertes - Clauses léonines* », op.cit., n°15 et n°22).

⁹⁸⁵ Cass. com., 26 mai 2004, Féjean c/ Revest, n° 03-11.471 (sur cet arrêt : LUCAS F.-X., CAFFIN-MOI M., « *Théorie de bénéfices et des pertes - Clauses léonines* », op.cit n°17).

⁹⁸⁶ LUCAS F.-X., CAFFIN-MOI M., « *Théorie de bénéfices et des pertes - Clauses léonines* », op.cit., n°14.

⁹⁸⁷ Sur les clauses de liquidation préférentielle : NOEL K., « *La liquidation préférentielle est-elle une énergie renouvelable ?* », RDBF n° 5, Septembre 2009, prat. 4, p.83 ; BOSSI S., « *118. Les mécanismes de liquidation préférences en droit français* », Bull. Joly Sociétés, n°4, 1er avril 2007, (p. 429 à 439), sections I et II. La clause de liquidation préférentielle peut porter sur la cession de la société ainsi que sur la fusion de cette dernière avec une autre entité. La clause peut s'avérer risquée au regard des associés fondateurs qui peuvent se trouver privés de leurs apports en cas de dissolution de la société (KAPLAN N S., STORMBERG P., « *Characteristics, contracts and actions, evidence from venture capitalist analysis* », Working Paper 8764, National Bureau of Economic Research, February 2002, p. 22).

Afin de rendre l'investissement plus attractif aux capitaux-risqueurs, il est également envisageable que certains associés fondateurs renoncent aux dividendes ou aux bénéfices futurs⁹⁸⁸ dans la mesure où cette renonciation est conforme à l'intérêt social et l'atteinte est proportionnée à l'objectif poursuivi⁹⁸⁹.

Les capitaux-risqueurs peuvent, enfin, aménager de manière inégalitaire la contribution aux pertes sociales. Il est possible de prévoir, en effet, un plafonnement des pertes⁹⁹⁰ ou une répartition inégale du boni de liquidation⁹⁹¹, qui peut s'avérer extrêmement utile compte tenu du risque élevé de dissolution de la *start-up*.

Les modifications statutaires ou extrastatutaires des bénéfices ou des pertes nécessitent néanmoins le respect de la procédure des avantages particuliers⁹⁹², l'interdiction des clauses prévoyant des intérêts fixes et intercalaires, et doivent également être conformes à la prohibition des clauses léonines.

Le périmètre de l'article 1844-1 du Code civil qui prohibe les clauses « *attribuant à un associé la totalité du profit procuré par la société ou l'exonérant de la totalité des pertes* » reste toutefois restreint. Le champ d'application étroit de cette disposition est notamment observable en présence des dispositions statutaires ou extrastatutaires permettant de protéger les actionnaires contre la dépréciation des droits sociaux.

2) *Le champ d'application restreint de l'interdiction des clauses léonines*

⁹⁸⁸ Une décision relative à la renonciation des dividendes : Cass.com., 13 février 1996, n°93-21.140. Sur ce point : LUCAS F.-X., CAFFIN-MOI M., « *Théorie de bénéfices et des pertes – Clauses léonines* », op.cit., n°18. Renonciation aux bénéfices distribuables de l'exercice clos : CA Aix-en-Provence, 27 janvier 2015 n°14/030402. Sur ce point : NOACH G., *Statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, op.cit., p. 406, n°556.

⁹⁸⁹ NOACH G., *Statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, op.cit., p. 407, n°557.

⁹⁹⁰ CA Paris, 27 juill. 1869 : DP 1870 (Sur cet arrêt : LUCAS F.-X., CAFFIN-MOI M., « *Théorie de bénéfices et des pertes – Clauses léonines* », op.cit., n°22 et 23).

⁹⁹¹ CA Paris, 27 juill. 1869 : DP 1870 (Sur cet arrêt : LUCAS F.-X., CAFFIN-MOI M., « *Théorie de bénéfices et des pertes – Clauses léonines* », op.cit., n°15).

⁹⁹² Abordés *infra* n°183.

Le champ d'application restreint de la prohibition résultant de l'article 1844-1 du Code civil peut être illustré par la licéité des clauses établissant des situations extrêmement inégalitaires entre les associés comme la clause de *ratchet* ou les clauses garantissant la sortie de l'investissement à travers une promesse unilatérale d'achat de droits sociaux à prix fixe ou plancher.

170 Une protection contre le risque de valorisation de la *start-up*.

170.1 L'intérêt de la clause. Si les clauses d'anti-dilution⁹⁹³ ou de préemption⁹⁹⁴ permettent d'apporter une sécurité aux investisseurs en cas de nouvelles levées de fonds, elles ne protègent pas les capitaux-risqueurs contre la variation de la valorisation de *start-up* qui peut être important en raison de l'incertitude inhérente aux projets technologiques portés par les jeunes entreprises innovantes. La protection contre une éventuelle valorisation de la *start-up* à la baisse peut toutefois être assurée par la technique d'origine anglo-saxonne de *ratchet* (ou cliquet).

La clause de *ratchet* peut prendre la forme d'une promesse unilatérale de cession mais reste souvent structurée sous la forme d'une émission de bon de souscription d'actions (ci-après « BSA ») ou d'actions de préférence⁹⁹⁵. Comme la clause d'anti-dilution la

⁹⁹³ La clause d'anti-dilution permet à un associé de préserver son pourcentage de participation dans la société en cas d'augmentation future de capital (MESSAI-BAHRI S., ROUSSILLE M., « *Pactes d'associés (et pactes d'actionnaires)* », op.cit., n° 26 ; MOULIN J.-M., « *Sociétés anonymes – Pactes d'actionnaires* », op.cit., n°16.

⁹⁹⁴ Les clauses de préemption permettent « à un ou plusieurs associés de se porter acquéreur, par priorité, des actions que l'un des coassociés souhaiterait vendre » (GERMAIN M., PERIN P.-L., AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées - Organisation des rapports entre associés - Clauses statutaires relatives à la cession* », op.cit., n°34). Également sur cette clause : MESSAI-BAHRI S., *Pactes d'actionnaires*, op.cit., n°48 et s.). Les clauses de préemption d'un point de vue juridique ont des effets similaires aux pactes de préférences (Sur ce point : SALGADO M.-B., « *Sociétés anonymes - Pactes d'actionnaires et clauses de préemption non statutaires, commentaires* », Q-30, JCl. Sociétés Formulaire, date d'actualisation : 5 juillet 2022, n°1).

⁹⁹⁵ Sur les différentes formes de la clause de *ratchet* : SCHILLER S., « *Pactes d'actionnaires : clauses statutaires et pactes extrastatutaires* », op.cit., n°132 ; MARCHETEAU D., « *Capital-risque – Création* », op.cit., n°70.

clause de *ratchet* peut être mise en œuvre à l'occasion d'une nouvelle levée de fonds réalisée par la jeune entreprise innovante. Elle ne concerne cependant pas toutes les levées de fonds effectuées par la *start-up*. Son périmètre est réservé aux tours de table ayant lieu sur la base d'une valorisation inférieure à celle retenue à l'occasion de la levée de fonds précédente (également appelée « *downround* »)⁹⁹⁶.

Le *ratchet* a pour but de réajuster le niveau de participation des investisseurs bénéficiaires, comme s'ils avaient investi dès l'origine sur la base de la valorisation retenue dans le cadre d'un nouveau tour de financement. Si le réajustement concerne l'intégralité des apports initiaux il convient de parler de *full ratchet*. Le mécanisme peut également faire l'objet d'une pondération : il s'agit dès lors du *weighted average ratchet*⁹⁹⁷.

170.2 La licéité de la clause de *ratchet*. Pour certains auteurs la clause de *ratchet* (et notamment le *full ratchet*) semble contraire au principe de l'interdiction des clauses léonines dès lors qu'une telle stipulation revient à « *exonérer [indirectement] des actionnaires de toute perte de leur participation* »⁹⁹⁸. En effet, la clause de *ratchet* peut mener à une perte drastique du contrôle capitalistique des actionnaires fondateurs, qui peuvent par la suite perdre l'intérêt dans la poursuite de leur projet⁹⁹⁹.

⁹⁹⁶ ROUTIER R., « *Les clauses de ratchet en droit des sociétés* », Bull. Joly Sociétés, n°8, 1^{er} août 2002, spéc. p. (859 à 870), n°1.

⁹⁹⁷ Sur une présentation des différents types de *ratchet* ; MARCHETEAU D., « *Capital-risque-Création* », op.cit., n°69 ; TESTU F., « *Clause de cliquet (ratchet)* », Chapitres 84.04 et 84.05, Dalloz, 2010.

⁹⁹⁸ ROUTIER R., « *Les clauses de ratchet en droit des sociétés* », op.cit.

⁹⁹⁹ HAFIED F., *Capital-risque et le financement de l'innovation, Évaluation des start-up, modes de financement, montages*, op.cit., p. 177). Sur les conséquences de l'application d'une clause de *full ratchet* : TESTU F.-X., « *Contrats d'affaires* », op.cit., n°84.03. Le *full-ratchet* peut s'avérer particulièrement dangereuse en présence d'une *start-up* car, comme nous l'avons évoqué précédemment, la croissance de la jeune entreprise innovante peut être intimement liée à présence de certaines « *hommes clés* » qui sont eux-mêmes fréquemment actionnaires fondateurs de la société.

L'hypothèse de l'illicéité de ces clauses sur le fondement de la prohibition des clauses léonines semble toutefois largement contestable et reste critiquée par la doctrine¹⁰⁰⁰. L'une des critiques rappelle la différence entre la protection contre la dépréciation des droits sociaux et l'exonération de pertes (prohibée par l'article 1844-1 du Code civil) et jette une lumière sur le périmètre restreint de l'interdiction posée par la disposition relative aux clauses léonines¹⁰⁰¹. Cette prohibition est, en effet, réservée aux clauses exonérant les investisseurs de toutes pertes sociales et ne concerne pas les stipulations contractuelles protégeant les actionnaires contre la dépréciation des droits sociaux.

Or, l'obligation de contribuer aux pertes ne devient effective qu'à la dissolution de la société¹⁰⁰², ou à la réduction du capital de celle-ci¹⁰⁰³ et non pas à l'occasion de la diminution de la valeur intrinsèque des titres financiers.

Le changement de valeur intrinsèque des titres¹⁰⁰⁴ peut, en revanche, intervenir à l'occasion d'une augmentation de capital et la « *dilution* » corrélative de la

¹⁰⁰⁰ MARCHETEAU D., « *Capital-risque – Création* », op.cit., n°69 ; LUCAS F.-X., CAFFIN-MOI M., « *Théorie de bénéfiques et des pertes - Clauses léonines* », op.cit. n°63.

¹⁰⁰¹ LUCAS F.-X., CAFFIN-MOI M., « *Théorie de bénéfiques et des pertes - Clauses léonines* », op.cit., n°63.

¹⁰⁰² La contribution aux pertes (au sens de l'alinéa 3 de l'article 1832 du Code civil) devient, le plus fréquemment, effective à l'occasion de la dissolution de la société. Les pertes comptables ou le résultat négatif, n'ont pas nécessairement pour conséquence une contribution aux pertes (KENDERIAN Fabian, « *La contribution aux pertes sociales* », Rev. soc., 617, 2002, n°34 ; LUCAS, F.-X., PETOT-FONTAINE M., « *Théorie des bénéfiques et des pertes, Bénéfiques, économies et perte* », JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 17 novembre 2015, n°66).

¹⁰⁰³ La contribution aux pertes peut également devenir effective au cours de la vie sociale, notamment ou à l'occasion de la réduction du capital (KENDERIAN F., « *La contribution aux pertes sociales* », op.cit., n°41). Elle peut également devenir effective en raison de la mise en œuvre des statuts (KENDERIAN F., « *La contribution aux pertes sociales* », op.cit. n°39 ; LUCAS F.-X., PETOT-FONTAINE M., « *Théorie des bénéfiques et des pertes, Bénéfiques, économies et perte* », op.cit., n°71). La réduction du capital engendre la diminution de la valeur nominale des actions (et, bien souvent, la valeur intrinsèque des celles-ci) ou la réduction du nombre des actions ou parts sociales (COQUELET M.-L., BUCHBERGER M., « *Réduction du capital* », Fasc. 159-10, JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 1^{er} septembre 2022, n°1, n°49 et n°50).

¹⁰⁰⁴ BOUGNOUX A., LE NORMAND-CAILLERE S., « *Actions* », Fasc. 1815, JCl. Banque-Crédit-Bourse, date d'actualisation. : 31 mai 2018, n°5.

participation de l'actionnaire¹⁰⁰⁵, ou encore en cas de valorisation à la baisse de la *start-up* à l'occasion de l'entrée d'un nouvel investisseur au capital.

Bien qu'elle établisse une relation profondément inégalitaire entre associés, il paraît donc délicat d'affirmer que la clause *ratchet* exonère les actionnaires bénéficiaires de « toute perte » alors même qu'elle ne protège les actionnaires ni contre éventuelle réduction de capital social ni contre les risques résultant de défaillance de la société.

171 Les frontières floues de la liberté : la licéité des clauses de sortie du capital. Si la clause de *ratchet* ne semble pas entrer dans le périmètre de la prohibition des clauses léonines, des incertitudes demeurent quant à la validité de certaines clauses dites « *de sortie* ». Il convient à ce titre d'insister sur une manifestation de ces clauses : celles ayant pour objet le rachat des droits sociaux des investisseurs à un prix fixe ou plancher.

171.1 Les clauses ayant pour objet la sortie du capital des investisseurs. De nombreuses clauses insérées au sein des pactes d'actionnaires permettent aux investisseurs d'assurer leur sortie du capital de la société. Ces derniers présentent bien souvent un intérêt stratégique au regard des capitaux-risqueurs étant donné l'illiquidité des titres financiers d'une *start-up* non cotée. Les clauses de sorties revêtent des formes relativement hétérogènes. Certaines clauses ont pour objet d'offrir une option de vente à l'instar des clauses de sortie conjointe ou de sortie prioritaire¹⁰⁰⁶ mais elles peuvent également prendre des formes plus radicales.

¹⁰⁰⁵ La « *dilution* » peut être définie comme diminution du pourcentage détenu par l'actionnaire dans le capital. La diminution de la proportion détenue dans le capital peut seulement intervenir sous réserve de la suppression préalable du droit préférentiel de souscription existant au profit des associés (ou à la suite de la renonciation de l'associé à ses droits préférentiels de souscriptions).

¹⁰⁰⁶ La clause de sortie conjointe a été abordée *supra* n°161. La clause de sortie propriétaire offre donc une option de vente au profit de son bénéficiaire qui pourra céder en priorité ses titres avant d'autres associés, en cas de réalisation de conditions objectives (réception d'une offre d'achat de la part d'un tiers). La clause de sortie prioritaire permet à l'investisseur de se prémunir contre le risque de manquer une opportunité de cession de titre dans une situation où un investisseur externe proposerait de racheter une partie des droits sociaux de certains associés (sans vouloir racheter la totalité de la jeune entreprise innovante). Cette clause peut prendre la forme d'une promesse de porte-fort ou d'un engagement de ne pas faire. Sur la clause : LEROY C., *Le pacte d'actionnaires dans l'environnement sociétair*e, op.cit., p. 105. Pour être plus efficace la clause de sortie prioritaire semble souvent être complétée par une

171.2 Les promesses d'achat des droits sociaux à un prix fixe ou plancher. Certaines clauses de sortie employées dans le cadre des opérations de capital-risque ont pour objet de contraindre certains des associés à racheter des titres de l'investisseurs à un prix fixe ou plancher en cas de survenance des évènements déterminés par avance¹⁰⁰⁷ (généralement défavorables au regard de la viabilité de la société).

Ces clauses présentent des risques très importants pour les jeunes entreprises. Les associés fondateurs d'une *start-up*, qui ne disposent fréquemment pas de patrimoine personnel important, peuvent se trouver financièrement incapables d'honorer leur obligation de racheter les titres des investisseurs.

La licéité des clauses de rachat des droits sociaux à prix fixe ou plancher était, par ailleurs, initialement contestée par la Cour de cassation. La Cour considérait que ces dernières avaient pour objet d'exonérer leurs bénéficiaires de toute perte sociale¹⁰⁰⁸.

Après de longues hésitations, la Cour a néanmoins pu affirmer la validité des promesses unilatérales d'achat à un prix fixe ou plancher, dans un premier temps, sur le fondement de la localisation de ces dernières (à l'extérieur des statuts¹⁰⁰⁹) puis sous réserve du

obligation de rachat forcé des actions en cas d'impossibilité de vente des droits sociaux à l'acquéreur tiers (CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Clause de sortie prioritaire* », 1300, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 27 mai 2023).

¹⁰⁰⁷ DEVÈZE J. et al., « *Garanties accordées à l'investisseur en capital-risque* », 2150, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

¹⁰⁰⁸ Req. 9 avr. 1941, D. 1941. 275 ; Cass. com., 10 févr. 1981, n°79-13376. Sur ce point : COURET A., « *Les promesses de cessions de droits sociaux et la prohibition des clauses léonines* » : Bull. Joly 1^{er} mai 1986, section I ; et MOULIN J.-M., « *Sociétés anonymes – Pactes d'actionnaires* », op.cit., n°65 ; LUCAS F.-X., CAFFIN-MOI M., « *Théorie de bénéfices et des pertes - Clauses léonines* », op.cit. n°44 ; FORSCHBACH T., « *Validité des promesses d'achat de droits sociaux au regard de l'interdiction des clauses léonines* », Dalloz, 250, 1990, section I, A).

¹⁰⁰⁹ Cass. com., 15 juin 1982 Rev. sociétés. 1983. 329. (Cette restait largement critiquable en raison du caractère potentiellement sociétaire des documents extrastatutaires : LE NOACH G., *Statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, op.cit., p. 74, n°96 et s.).

respect des conditions mises en avant par la décision Botwater¹⁰¹⁰. Dans le cadre de cette décision, la Cour exigeait que la stipulation contractuelle « *ne porte pas atteinte au pacte social* »¹⁰¹¹, donc au contrat de société. Les clauses demeuraient donc licites dans la mesure où elles étaient réservées aux seules relations entre les associés et n'avaient pas d'autre objet que la transmission des droits sociaux.

Si ces critères suscitaient déjà de nombreuses interrogations¹⁰¹², l'évolution jurisprudentielle a apporté encore plus de complexité dans la détermination de la validité des promesses unilatérales d'achat à prix fixe au cours des années 2000. Dans certaines décisions rendues en 2004 et 2005 la Cour a mis en avant une justification fondée sur la nature de l'opération et la qualité des bénéficiaires de la clause¹⁰¹³ alors que dans d'autres décisions, l'existence d'une période prédéterminée quant à la levée

¹⁰¹⁰ Cass. com., 20 mai 1986, n° 85-16.716, Sté Bowater corporation limited c/ Du Vivier. L'arrêt « *Jallet* » a réaffirmé les termes de Botwater (Cass. com., 10 janv. 1989, no 87-12.155). Sur ce point : PIETRANCOSTA A., « *Promesses d'achat de droits sociaux et clauses « léonines » : critique d'une sollicitation excessive et hasardeuse de l'article 1844-1 du Code civil* », Rev. Lamy dr. aff., janvier 2006, n°4.

¹⁰¹¹ Sur la confirmation arrêt Botwater (MASSART T., « *Vive le capital-risque sans risque* », Bull. Joly Sociétés, n°4, 1^{er} avril 2001, p. 499 à p.509).

¹⁰¹² Les chambres de la Cour de cassation se positionnaient différemment au regard du traitement des clauses d'achat ou vente de droits sociaux à prix plancher. La jurisprudence Botwater a d'abord rencontré une résistance de la première chambre civile de la Cour de cassation (Cass. 1^{re} civ., 22 juill. 1986, n° 84-15.177 Kamani c/ Le Goff ; Cass. 1^{re} civ., 7 avr. 1987, *Lévêque-Houist c/ Soprogepa*). Le critère relatif aux promesses croisées a apporté également de la complexité dans les critères de validité des clauses (LUCAS F.-X., CAFFIN-MOI M., « *Théorie de bénéfices et des pertes - Clauses léonines* », op.cit. n°47 et n°51).

¹⁰¹³ Il s'agit du critère fondé sur la qualité de « *bailleurs de fonds* » des bénéficiaires de la clause. Illustration du recours à la notion de bailleurs de fonds : Cass. com., 16 nov. 2004 n° 00-22.713, *Belkhelda c/ Rossler* ; Cass.com. 27 sept 2005, n° 02-14.009, *BSA Bourgoin c/ CDR Participations* ; Cass.com 3 mars 2009, 08-12.359 (sur ce point : LUCAS F.-X., CAFFIN-MOI M., « *Théorie des bénéfices et des pertes. – Clauses léonines*, op.cit., n°55 ; COQUELET M.-L., « *Nouvelle confirmation de la validité des promesses de rachat à prix plancher stipulée en faveur d'un associé bailleur de fonds* », Dr. sociétés, n° 6, Juin 2009, comm. 110, p. 14 à 16. ; LUCAS F.-X., « *Du contrat de société au contrat d'investissement* », op.cit., n°12 et s.).

d'option¹⁰¹⁴ ou l'équilibre des conventions conclues entre les parties¹⁰¹⁵ semblaient constituer les critères pertinents pour apprécier la licéité des clauses.

171. 3 Une souplesse critiquable. La position adoptée par la Cour de cassation au regard des clauses ayant pour objet le rachat des droits sociaux des investisseurs à un prix fixe ou plancher reste critiquable à plusieurs titres.

Bien que les bénéficiaires de ces clauses restent soumis au risque d'une éventuelle dissolution de la jeune entreprise sur le plan théorique, les clauses en question semblent leur accorder une exonération *de facto* de pertes sociales¹⁰¹⁶. Contrairement aux bénéficiaires d'une clause de *ratchet*, les investisseurs bénéficiaires des clauses de rachat des droits sociaux des investisseurs à un prix fixe ou plancher ont le droit de quitter la société avant une éventuelle liquidation et peuvent ainsi échapper à l'obligation de contribuer aux pertes.

Certains critères utilisés par la Cour de cassation dans le cadre des décisions relatives aux promesses d'achat à prix fixe ou plancher nous semblent également critiquables. L'emploi de la notion de « *bailleurs de fonds* » nous semble particulièrement délicat en l'absence de définition de cette notion au sein des textes législatifs et réglementaires

¹⁰¹⁴ Sur la possibilité de levée l'option de sortie au-delà d'un certain délai : Cass.com., 22 février 2005, n°02-14.392 ; Cass. 1re civ., 15 mai 2008, n° 06-20806 (LE NOACH G., *Statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, op.cit., p. 78 et 410 ; LUCAS F.-X., CAFFIN-MOI M., « *Théorie des bénéfices et des pertes. – Clauses léonines* », op.cit., n°58).

¹⁰¹⁵ Cass. com., 3 mars 2009, no 08-12.359 ; Cass. com., 23 mars 2010, n° 09-65039. (Sur ce point : LUCAS F.-X., CAFFIN-MOI M., « *Théorie des bénéfices et des pertes. – Clauses léonines* », op.cit., n°60). Il est possible par ailleurs d'observer que les conditions liées à la qualité de l'investisseur (bailleurs de fonds) et à l'équilibre des conventions apparaissent fréquemment dans les mêmes décisions (Cass.com., 27 septembre 2005, n° 02-14.009 ; Cass.com., 16 novembre 2004, n° 00-22.713 ; Cass.com., 3 mars 2009, n° 08-12.359). Sur la position actuelle de la Cour de cassation : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Prohibition des clauses relatives aux pertes — Limites* », 384, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023.

¹⁰¹⁶ Le risque de liquidation de la société semble purement hypothétique pour un investisseur qui dispose d'un droit de quitter la société aux premiers signes de la dégradation de l'état financier de l'entreprise.

et au regard de l'éventuelle rupture d'égalité (entre associés et investisseurs) qui peut résulter de l'emploi de ce terme à contours flous¹⁰¹⁷.

Enfin, les décisions de la Cour ne permettent pas comprendre avec certitude si certaines clauses ayant pour objet de garantir la sortie de l'investisseur du capital pourraient entrer dans le champ de la prohibition des clauses léonines¹⁰¹⁸ ou si l'ensemble des clauses de cette nature se trouvent désormais en dehors du périmètre de l'interdiction.

¹⁰¹⁷ Il est possible de s'interroger sur la pertinence de la distinction de bailleurs de fonds-associés, en raison de l'hétérogénéité des approches qui peuvent être adoptées par les investisseurs de capital-risque vis-à-vis de la société financée. Les investisseurs peuvent être très impliqués dans la gestion de la *start-up* (ou « *hands on* ») mais peuvent également adopter une posture passive (stratégie « *hands off* »). Certains auteurs ont également formulé des critiques évoquant l'absence de clarté du critère lié aux bailleurs de fonds : PIETRANCOSTA A., « *Promesses d'achat de droits sociaux et clauses « léonines » : critique d'une sollicitation excessive et hasardeuse de l'article 1844-1 du Code civil* », op.cit., p.67. ; COURET A., « *Clauses de prix dans les promesses d'achat de droits sociaux* », Bull. Joly Sociétés, n°1, 1^{er} janvier 2006, (p. 92 à 95).

¹⁰¹⁸ DONDERO B., « *12. Distinguer entre les clauses « purement léonines » et les clauses « simplement léonines »* », Bull. Joly Sociétés, n°01, 1^{er} janvier 2013, (p. 39 à p.44), section I (au sujet de l'arrêt CA Paris, 5, ch. 8, 3 juill. 2012, n° 11/08630, Sté MC3).

Section II : Une adéquation renforcée par la diversité des titres financiers employés dans le cadre d'une opération de capital-investissement

172 L'utilité des actions de préférence et des valeurs mobilières donnant accès au capital. Le recours aux actions ordinaires peut s'avérer insuffisant afin de pallier les risques résultant de l'investissement au sein d'une *start-up*. La marge de manœuvre des associés est limitée quant à l'aménagement des droits politiques à travers des modifications statutaires et extrastatutaires. En outre, les aménagements des documents sociaux peuvent parfois s'avérer inefficaces au regard de l'organisation des droits des associés de manière générale. Pour ces raisons, au moment de la levée de fonds, une *start-up* peut décider d'émettre des actions de préférence ou des valeurs mobilières donnant accès au capital (ou « VMDAC »)¹⁰¹⁹.

Ces dernières permettent aux investisseurs de profiter de la croissance élevée de la jeune entreprise innovante, tout en retardant le moment de l'entrée au capital. Par l'entrée décalée au capital de l'entreprise l'investisseur peut non seulement se mettre temporairement à l'abri contre une éventuelle dépréciation de la valeur de ses titres mais (étant titulaire d'un droit de créance) dispose également d'une position plus favorable en cas de liquidation judiciaire.

Il n'est toutefois pas indifférent quel outil est choisi pour retarder l'entrée de l'investisseur au sein du capital de la *start-up*. En effet, la majorité des jeunes entreprises innovantes, ayant une trésorerie faible, pourraient se trouver dans l'incapacité de satisfaire l'obligation de remboursement régulier d'un montant fixe qui pèse sur les émetteurs de valeurs mobilières à base obligataire.

Dans le cadre de notre analyse des différents instruments employés au sein des opérations de capital-investissement il convient dans un premier temps d'examiner l'évolution des actions de préférence et l'adéquation de ces produits aux besoins des jeunes entreprises

¹⁰¹⁹ Articles L.228-98 à l'article L.228-106 du Code de commerce. La notion de la valeur mobilière composée comprend l'ensemble des titres régis par les articles L.228-91 à L.228-106 du Code de commerce.

innovantes (1§) afin de s'attarder, dans un second temps sur les différentes catégories de valeurs mobilières donnant accès au capital (2§).

1§) L'adéquation des actions de préférence aux start-up et l'évolution favorable du cadre juridique français

173 L'évolution et atouts actuels des actions de préférence. Les actions conférant des droits supplémentaires (ou différents) par rapport aux actions ordinaires ont connu une évolution juridique importante au cours des décennies passées. L'harmonisation de différentes catégories d'instruments a donné naissance aux actions de préférence qui constituent aujourd'hui un outil important dans le cadre des opérations de capital-investissement (A). Les actions de préférence semblent en adéquation avec les besoins des capitaux-investisseurs, dans une grande mesure, en raison du périmètre large des droits qui peuvent être attachés à ces titres (B).

A) Un instrument adapté au financement des *start-up* ayant connu une longue évolution

174 Une évolution importante initiée par l'ordonnance du 24 juin 2004. Jusqu'à récemment, l'aménagement des droits conférés par les actions était une source de complexité importante en raison de la coexistence de plusieurs catégories d'instruments sujets à des règles parfois difficilement conciliables (il s'agissait des dividendes prioritaires sans droit de vote, des certificats d'investissement et des actions de priorité). Le législateur a mis fin à cette complexité à travers l'ordonnance du 24 juillet 2004¹⁰²⁰ instituant les actions de préférence, qui constituent encore aujourd'hui un outil efficace dans l'aménagement de la relation des investisseurs et des *start-up*.

Nous aborderons dans un premier temps les différentes catégories d'instruments existants avant l'ordonnance de 2004 et leurs insuffisances (1) afin d'examiner dans un second temps le régime mis en place par l'ordonnance en question (2).

¹⁰²⁰ Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004.

1) *Un produit issu d'une longue évolution : la création des actions de préférence*

175 Une diversification des produits jusqu'à l'ordonnance de 24 juin 2024.

L'évolution des droits pouvant être attachés aux actions date du début du XX^{ème} siècle. Les actions à droit de vote plural ont été reconnues par la loi du 16 novembre 1903¹⁰²¹ suivies par les actions à droit de vote double, instaurées par la loi de finances du 26 avril 1930¹⁰²². Si cette dernière loi a présenté une avancée majeure dans la diversification des droits qui peuvent être attachés aux actions elle a immédiatement apporté des limitations à cette diversification au travers de la reconnaissance du principe de proportionnalité du droit de vote à la quotité du capital¹⁰²³.

La mise en place d'un périmètre plus large d'avantages patrimoniaux ou extrapatrimoniaux a été rendu possible grâce à l'apparition des actions de priorité instaurées par la loi de 1966¹⁰²⁴. L'action de priorité souffrait toutefois de l'impossibilité de limiter les droits de vote des actionnaires ou leurs droits financiers.

Afin de limiter les droits politiques il était nécessaire de faire appel aux actions à dividendes prioritaires sans droit de vote¹⁰²⁵. Cet instrument conférait aux entreprises un outil permettant de conserver la direction de leur société tout en accordant des

¹⁰²¹ Loi du 16 novembre 1903, modifiant l'article 34 du Code de commerce de 1807 (TRAORE A., *Les Incidences de la diversification des valeurs mobilières sur le droit de vote dans les sociétés par actions*, thèse, Université de Clermont 1 – Université d'Auvergne, 2012, p. 52, n°30).

¹⁰²² Loi du 26 avril 1930 portant dégrèvements d'impôts. (TRAORE A., *Les Incidences de la diversification des valeurs mobilières sur le droit de vote dans les sociétés par actions*, op.cit., p. 53, n°32).

¹⁰²³ Article 6 de la loi du 26 avril 1930 portant dégrèvements d'impôts (TRAORE A., *Les Incidences de la diversification des valeurs mobilières sur le droit de vote dans les sociétés par actions*, op.cit., p. 53 et 54, n°32).

¹⁰²⁴ Loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, article 269, al. 1^{er} (ancien article L.228-11, al. 1^{er} du Code de commerce). Sur cette catégorie d'actions et les droits accordés par les actions de priorité: BARET C., « *Les actions de priorité : une catégorie de titres en voie d'extinction après l'ordonnance du 24 juin 2004* », Bull. Joly Sociétés, n°12, 1^{er} décembre 2004, (p. 1571 à p.1576) ; CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Notion - Avantages concevables* », 4432, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 12 février 2023.

¹⁰²⁵ Cet instrument a été mis en place par l'article 23 de la loi n°78-741 du 13 juillet 1978 dite Monory relative à l'orientation de l'épargne vers le financement des entreprises.

avantages financiers aux investisseurs¹⁰²⁶. Le régime propre actions à dividendes prioritaires sans droit vote n'était toutefois pas adapté aux jeunes entreprises. L'instrument souffrait notamment de contraintes importantes tenant notamment à l'impossibilité de la création d'une action à dividende prioritaire dès la constitution de la société¹⁰²⁷. Par ailleurs l'action à dividende prioritaire sans droit de vote connaissait des difficultés plus générales, liées à la qualification juridique de l'instrument¹⁰²⁸.

Outre ces insuffisances il convient de souligner que ni les actions à dividendes prioritaires sans droit de vote ni les actions de priorité ne pouvaient limiter les droits financiers des porteurs. Elles prévoyaient nécessairement un mécanisme de dividende avantageux ou des droits extrapatrimoniaux au profit des porteurs¹⁰²⁹.

De tels aménagements étaient uniquement possibles par les certificats d'investissement institués à la fin des années 1970¹⁰³⁰. Les caractéristiques de ces instruments basés sur

¹⁰²⁶ Il s'agissait des actions conférant des droits prioritaires quant aux dividendes mais sans voix délibératives aux assemblées générales de la société (BRIGNON B., LUCCIARDI G.-A., GRANIER T., « *Action de préférence* », Fasc. 1803, JCl. Banque, Crédit, Bourse, date d'actualisation : 31 juillet 2020, n° 7 ; CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Notion - intérêts pratiques* », 4466, Lamy sociétés commerciales : date d'actualisation : 14 février 2023).

¹⁰²⁷ Initialement les sociétés souhaitant émettre ces produits devaient réaliser des bénéfices distribuables au cours des deux derniers exercices (ancien article L.225-126, al. 2 du Code de commerce et article 177-1 de la loi du 24 juillet 1966). Cette contrainte a été levée par la loi de 1983 a rendu possible la création des dividendes prioritaires aux sociétés n'ayant pas distribué de bénéfice sans pour autant d'apporter de changement radical dans le régime de l'instrument (GRANIER T., BRIGNON Bastien, « *Actions et titres de capital - Action à dividende prioritaire sans droit de vote* », Fasc. 1810, JCl. Banque – Crédit – Bourse, date d'actualisation : 27 février 2015, n°18 ; CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Notion - intérêts pratiques* », op.cit.).

¹⁰²⁸ Notamment en raison de la rémunération minimum liée au versement du dividende (GRANIER T., BRIGNON B., « *Actions et titres de capital - Action à dividende prioritaire sans droit de vote* », op.cit., n° 13).

¹⁰²⁹ En effet les titulaires actions prioritaires jouissaient « *d'avantages par rapport à toutes autres actions* » ce qui semble exclure la limitation des droits financiers à travers des droits attachés à ces instruments (ancien article L.228-11, al. 1 du Code de commerce).

¹⁰³⁰ Mis en place par la loi n° 78-741 du 13 juillet 1978 relative à l'orientation de l'épargne vers le financement des entreprises. Le régime de ces instruments été modifié par la loi n° 81-1162 du 30 décembre 1981 relative à la mise en harmonie du droit des sociétés commerciales avec la deuxième directive adoptée par le conseil des communautés européennes et la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur

démembrement de la valeur mobilière¹⁰³¹ semblaient toutefois peu adaptées au financement des *start-up*, en raison de la limitation de la cession des certificats d'investissement¹⁰³², qui rendait leur utilisation peu aisée¹⁰³³. La coexistence de plusieurs régimes juridiques distincts était, en outre, source de complexité aussi bien pour les sociétés en quête de financement que pour les investisseurs¹⁰³⁴.

2) *Un mouvement de simplification initié par l'ordonnance du 24 juin 2004 : la création des actions de préférence*

176 Les allègements apportés par l'ordonnance du 24 juin 2004. A compter de l'ordonnance du 24 juin 2004¹⁰³⁵, les actions de priorité, les actions à dividende prioritaire sans droit de vote, et les certificats d'investissements ont été remplacés par les actions de

le développement des investissements et la protection de l'épargne (anciens articles L. 228-30 à L. 228-35 du code de commerce).

¹⁰³¹ Il s'agissant de la séparation des certificats d'investissement et des certificats de vote. Cependant seuls les titulaires des certificats de vote disposaient des droits politiques proches à celles attachés à des actionnaires ordinaires (CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Démembrement de l'action — Intérêts* », 4822, « *Caractéristiques des certificats d'investissements et droits de leurs titulaires* », 4823 et ainsi que « *Caractéristiques des certificats de droit de vote et droits de leurs titulaires* », 4825, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023. Il convient notamment de préciser que les titulaires de certificats de vote disposaient des mêmes droits que les actionnaires ordinaires mais étaient privés de la possibilité de se conférer de droit de vote double et ne pouvaient pas être nommés d'administrateurs ou membres du conseil de surveillance.

¹⁰³² Article L.228-30 du Code de commerce (COQUELET M.-L., MOULIERE F., « *Mesures d'exécution forcée sur valeurs mobilières et droits d'associé* », op.cit., n°12).

¹⁰³³ DEVÈZE J. et al., « *Instruments financiers de haut de bilan* », 1252, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2020.

¹⁰³⁴ Notamment en raison de la diversité des régimes de représentation (qui étaient susceptibles de complexifier notamment l'émission ultérieure de valeurs mobilières composées).

¹⁰³⁵ Ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale.

préférence¹⁰³⁶. Ces modifications ont apporté des assouplissements considérables relatifs à l'aménagement des droits financiers attribués aux investisseurs¹⁰³⁷.

Si la réforme de 2004 a présenté de nombreux changements favorables, il convient de souligner ceux qui s'avèrent les plus importantes du point de vue des jeunes entreprises innovantes : l'abrogation de la limitation du montant de l'émission¹⁰³⁸ des actions à dividende prioritaire sans droit de vote et la limitation relative à l'ancienneté de la société existante¹⁰³⁹ en cas d'émission de ces instruments.

L'innovation majeure des actions de préférence créées par l'ordonnance de 2004 résidait dans l'unification des caractéristiques des actions à dividendes prioritaires de droit de vote, des actions de priorité, et celles des certificats d'investissement¹⁰⁴⁰. La création des actions de préférence a, en effet, mis fin aux règles divergentes parmi les actions « *privilégiées* » en matière d'émission¹⁰⁴¹, de représentation des porteurs¹⁰⁴² et

¹⁰³⁶ Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004, article 7. Sur ce point : VINCENT C., « *Réformes récentes du droit des sociétés, Évolution de 2000 à 2011* », JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 29 septembre 2015, n°57.

¹⁰³⁷ POITRINAL François-Denis, *Le capital investissement : guide juridique et fiscal*, 2020, Rev. Banque, p. 208, n°266.

¹⁰³⁸ L'article L.228-12 du Code de commerce actuel ne prévoit pas de limitation quant à la quantité d'actions de préférence émises. La limitation résultant de l'ancien article L.228-12, al 2 du Code de commerce a toutefois été reprise dans l'article L.228-11, al. 3 du Code de commerce et reste applicable aux sociétés dont les titres sont admis à la négociation (GRANIER T., BRIGNON B., « *Actions et titres de capital - Action à dividende prioritaire sans droit de vote* », op.cit., n°19).

¹⁰³⁹ GRANIER T., BRIGNON B., « *Actions et titres de capital – Action à dividende prioritaire sans droit de vote* », op.cit., n°18.

¹⁰⁴⁰ Sur les principaux apports de la réforme : OHL D., « *Aspects de la réforme du droit des valeurs mobilières* », Bull. Joly Bourse, n°06, 1^{er} juillet 2004, (p. 689 à 722).

¹⁰⁴¹ Sur les conditions d'émission divergentes des actions de priorité et des actions à dividende prioritaire sans droit de vote : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Modalités de création - Conversion en action de préférence* », 4464, « *Conditions et modalités de création* », 4467, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023. Les certificats d'investissement étaient régis par l'article L.228-30, alinéa 1^{er} du Code de commerce et étaient également soumis à la limitation quant à la quantité émise (sur ce point : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Instauration du fractionnement et création des certificats avant l'ordonnance du 24 juin 2004* », 4826, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023).

¹⁰⁴² Les titulaires des certificats d'investissements devaient se réunir dans les cas exceptionnels contrairement aux titulaires des certificats de vote (sur ce point : CHAIEHLOUDJ W. et al.

d'articulation avec les émissions de valeurs mobilières composées¹⁰⁴³, ce qui a facilité leur utilisation, les rendant par là même plus accessibles aux jeunes entreprises.

177 Les droits pouvant être conférés par les actions de préférence. L'action de préférence, dans sa forme actuelle, présente un outil intéressant quant à l'organisation de la relation des capitaux-investisseurs et des jeunes entreprises innovantes aussi bien au regard de la modulation des droits financiers qu'au regard des droits politiques des investisseurs.

Le périmètre des droits accordés par les actions de préférence est aujourd'hui très large¹⁰⁴⁴ : il peut s'agir des droits informationnels et politiques¹⁰⁴⁵, d'un droit de veto au sein des organes exécutifs¹⁰⁴⁶ ou encore de droits financiers hétérogènes (qui

« *Assemblée spéciale des porteurs de certificats d'investissement* », 4824 ; « *Caractéristiques des certificatifs de droit de vote et droits de leurs titulaires* », 47855 Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2022). Les titulaires des actions à dividendes prioritaires disposaient d'une représentation par une assemblée spéciale ayant un avis sur les décisions des assemblées générales (ancien article L.228-35-6 du Code de commerce). Sur la représentation des actions à dividende prioritaire sans droit de vote : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Représentation collective- assemblée spéciale des porteurs* », 4470, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023)

¹⁰⁴³ Le changement de répartition de bénéfices n'était pas possible par émission d'actions de priorité pour la majorité des valeurs mobilières donnant accès au capital, jusqu'à la réforme opérée par l'ordonnance de 2004 (sur ce point voir *infra* n°194). Par ailleurs, jusqu'à la loi du 3 janvier 1983 (Loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne) les sociétés ayant émis des obligations convertibles, échangeables ou de bons de souscriptions ne pouvaient émettre des actions à dividende sans droit de vote (sur ce point : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Conditions et modalités de création* », 4467, date d'actualisation : 14 février 2023).

¹⁰⁴⁴ Certains auteurs soulignent la flexibilité résultant des articles L.228-11 et s. du Code de commerce et la qualifient d'« *extrême malléabilité* » (MOULIN J.-M., « *Les actions de préférence* », LPA, n°189, , 22 septembre 2005, (p. 24 à 42), section I).

¹⁰⁴⁵ Une action de préférence peut notamment conférer des droits informationnels renforcés mais peut également être assortie d'une position au sein des organes exécutifs de la société (conseil d'administration et conseil de surveillance). Sur ce point : TRAORE A., *Les Incidences de la diversification des valeurs mobilières sur le droit de vote dans les sociétés par actions*, op.cit., p. 153 et 154, n°103 et n°104

¹⁰⁴⁶ Le veto en assemblée générale semble toutefois exclu selon la doctrine majoritaire. Un tel droit serait contraire aux règles de majorité et de quorum applicable aux assemblées (la doctrine connaît un consensus sur ce point : MICHINEAU M., « *Actions* », Joly Études Sociétés date d'actualisation 2 mai 2022, n°106 ; MOULIN J.-M., « *Actions de préférence* », LPA, n°189, op.cit., spéc. II, A, 2, b)). Incertitudes liées au veto en conseil d'administration ou de surveillance : GUENGANT A., DAVODET D., ENGEL P., VENDEUIL S., LE PAVEC S., « *Actions de préférence, Questions de praticiens (Ire*

peuvent prendre la forme des dividendes à montant prédéterminé ou prioritaire¹⁰⁴⁷ et également d'un pourcentage du boni de liquidation¹⁰⁴⁸).

Cependant, l'action de préférence, contrairement aux anciennes actions de priorité, ne doit pas nécessairement conférer des avantages au regard à ses titulaires¹⁰⁴⁹. Il est également possible d'aménager le droit proposé à un investisseur par la suppression du droit de vote, sans nécessairement accorder une contrepartie sous la forme dividende prioritaire aux investisseurs¹⁰⁵⁰. Il est en effet concevable que le capital-investisseur soit intéressé par un avantage de nature différente qu'un dividende compte-tenu de l'état de maturité de la *start-up*. Il peut notamment demander un droit préférentiel au boni de liquidation ou encore la possibilité de revendre l'action de préférence à la *start-up* afin de sécuriser son investissement.

Les actions de préférence sans droit de vote présentent, dès lors, un outil intéressant pour les investisseurs *hands-off*, mais également pour les fondateurs de *start-up* qui peuvent ainsi conserver le contrôle de la direction sur leur société. Il convient toutefois

partie) », JCP E, 1045, 7 Juillet 2005, p. 1156 à 1163, II, D), 2° ; BRIGNON B., LUCCIARDI G.-A., GRANIER T., « *Actions de préférence* », op.cit., n°24 ; VIANDIER A., « *Les actions de préférence (ord. n° 2004-604 du 24 juin 2004, art. 31)* », JCP E, 1440, n° 40, 30 Septembre 2004, (pages 1528 à 1539,) n°30 ; OHL D., « *Valeurs mobilières – Droit spécial des valeurs mobilières* », Répertoire des sociétés, septembre 2005 date d'actualisation : mars 2023, n°103.

¹⁰⁴⁷ BOIZARD M., RAIMBOURG P., *Ingénierie financière fiscale et juridique*, Dalloz, 2015, n°221.15 et 221.21 ; GRANIER T., « *Synthèse – Actions* », op.cit., n° 31.

¹⁰⁴⁸ BOIZARD M., RAIMBOURG P., *Ingénierie financière fiscale et juridique*, op.cit., n° 221.25.

¹⁰⁴⁹ TRAORE A., *Les Incidences de la diversification des valeurs mobilières sur le droit de vote dans les sociétés par actions*, op.cit., p. 145, n°96 ; PICHARD Bruno, « *Quels droits pour les actions dites de préférence ?* », LPA, n°15 - p. 7, 21 janvier 2005, III, A), 3.

¹⁰⁵⁰ TRAORE A., *Les Incidences de la diversification des valeurs mobilières sur le droit de vote dans les sociétés par actions*, op.cit., p. 285 ; La marge de manœuvre des sociétés émettrices dans l'organisation a par ailleurs été élargie par la réforme de 2004 : selon plusieurs auteurs, l'émission d'une action sans droit de vote ne semblait pas concevable au sens de la réglementation antérieure, le dividende prioritaire nécessitant au moins un droit de vote virtuel. En effet, sous le régime antérieur à l'ordonnance de 2004 le droit de vote lié à l'action de dividende prioritaire sans droit de vote n'était pas supprimé mais simplement suspendu (sur ce point : OHL D., « *Aspects de la réforme du droit des valeurs mobilières* », op.cit. n°9 ; MASSART T., « *Les actions de préférence et la question du droit de vote* », Dr. et patrimoine, N° 130, 1er octobre 2004 (partie introductive)).

de noter que la suppression de droit de vote reste strictement encadrée par la loi¹⁰⁵¹. De plus, les actionnaires ne peuvent pas supprimer le droit des associés de participer aux assemblées générales, qui restent une source d'information essentielle pour les capitaux-investisseurs¹⁰⁵².

Les actions préférence peuvent, cependant, également limiter les droits financiers des actionnaires¹⁰⁵³ ou les encadrer. Les dividendes peuvent être progressifs ou dégressifs¹⁰⁵⁴ ou encore corrélés à une activité particulière de la société¹⁰⁵⁵. Une telle flexibilité est en ligne avec les besoins des *start-up*, qui ne génèrent fréquemment pas de résultats importants au cours des premières années de leur existence.

178 Les évolutions récentes élargissant la modulation des droits de vote des actionnaires. Malgré la réforme de 2004, la flexibilité conférée aux actionnaires par les actions de préférence en matière d'aménagement des droits de vote n'était pas complète.

La détermination du nombre de droits de vote accordés aux actionnaires (à travers les actions de préférence) n'était, en effet, pas libre jusqu'à la loi PACTE. Les sociétés émettrices d'actions de préférence étaient soumises au respect du principe de proportionnalité du droit de vote à la quotité du capital¹⁰⁵⁶. Seules les SAS avaient la possibilité d'accorder des droits de vote multiples (par seulement par voie

¹⁰⁵¹ En raison de la disproportion pouvant résulter du recours à cet outil le nombre d'actions de préférence sans droit de vote est en effet, limité à la moitié du capital social par l'article L.228-11 du Code de commerce (BRIGNON B., LUCCIARDI G.-A., GRANIER T., « *Actions de préférence* », op.cit., n°21).

¹⁰⁵² Cette interdiction est abordée *supra* n°165.

¹⁰⁵³ L'aménagement des droits financiers des associés connaît des limites évoquées *supra* n°171.

¹⁰⁵⁴ CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Droits pécuniaires* », 4297, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023.

¹⁰⁵⁵ Il s'agit des actions traçantes : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Droits pécuniaires* », 4487, op.cit.

¹⁰⁵⁶ En vertu de l'ancien l'article L.228-11 qui renvoyait à l'article L.225-122 du Code de commerce (aujourd'hui le renvoi ne concerne que les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché). Sur ce point : MORTIER R., DE VENDEUIL S., « *Loi Pacte – La réforme des actions de préférence* », JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 27 juin 2019, n°5 ; OHL D., « *Valeurs mobilières, Droit spécial des valeurs mobilières* », op.cit., n°101.

conventionnelle)¹⁰⁵⁷. Cette contrainte pouvait s'avérer pénalisante au regard des capitaux-investisseurs qui ne disposent classiquement que d'une participation faible au sein de la société : un droit de vote double pouvait s'avérer insuffisant pour avoir un véritable impact sur les décisions sociales. La loi PACTE ayant modifié l'article L.225-122 du Code de commerce cette contrainte ne pèse toutefois plus sur l'organisation des SA qui sont devenues des outils plus attractifs au regard des capitaux-risqués¹⁰⁵⁸.

B) Les atouts des actions de préférence pour les capitaux-risqués

179 Les atouts actuels des actions de préférence. Si les actions de préférence constituent un outil efficace aujourd'hui il convient d'examiner les avantages que présentent ces instruments par rapport aux aménagements des statuts ou des pactes extrastatutaires (1). Il convient enfin d'insister sur deux droits accordés aux détenteurs d'actions de préférence qui sont susceptibles d'être utiles en matière de capital-risque : la possibilité de conversion et de rachat des actions de préférence (2).

¹⁰⁵⁷ Les SAS bénéficiaient d'une liberté à cet égard sur le fondement de l'article L.227-1, al 4. du Code de commerce (bien qu'elle fût entourée d'une incertitude juridique). En revanche, les SA étaient clairement soumises à la règle de la proportionnalité du droit de vote à la quotité du capital sur le fondement de l'article L.228-11, al 1 du Code de commerce (par renvoi à l'article L.225-122 du Code de commerce). Sur ce point : BRUGIERE A., ROBERT A., « *Le droit de vote multiple dans les SAS et les SA : tour d'horizon des mécanismes envisageables* », op.cit. I, A) Sur l'insécurité juridique qui résultait de l'état de droit antérieur à la loi PACTE : POITRINAL F.-D., *Le capital investissement : guide juridique et fiscal*, op.cit., p.209, n°267).

¹⁰⁵⁸ LE NABASQUE H., « *Les incidences de la loi PACTE sur le financement des sociétés par actions* », Bull. Joly Sociétés, n°06, 1^{er} juin 2019, p. 77. Le principe de proportionnalité reste obligatoire pour les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché (article L.225-122, I du Code de commerce) et les droits de vote de doubles sont conférés aux actionnaires de droit après deux années de détention en vertu de l'article L.225-123 alinéa 2 du Code de commerce (sur ce point : MANSUY F., « *Assemblées d'actionnaires – Règles communes à toutes les assemblées – Tenue de l'assemblée* », Fasc. 136-35. JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 21 décembre 2020, n°119 et 124).

1) *Un produit répondant aux insuffisances des aménagements statutaires et extrastatutaires*

180 Il convient ci-après de mettre en avant les avantages des actions de préférence dans les opérations de capital-risque par rapport aux aménagements purement conventionnels.

181 L'utilité du recours aux actions de préférence du point de vue des investisseurs. D'abord, le recours aux actions de préférence s'avère difficilement évitable si la *start-up* financée revêt la forme d'une SA. Contrairement aux SAS, la modification du droit de vote au sein des SA ne peut intervenir qu'à travers l'émission d'actions de préférence¹⁰⁵⁹.

En outre, les droits obtenus par les aménagements statutaires et extrastatutaires présentent un inconvénient majeur vis-à-vis des actions de préférence : les droits supplémentaires conférés aux investisseurs ne sont, en principe, pas transmissibles avec l'action dès lors qu'ils ne sont pas attachés à celle-ci¹⁰⁶⁰. Ces facteurs sont susceptibles de réduire l'intérêt du recours à ces techniques contractuelles et paraissent pénalisants au regard des investisseurs de capital-risque.

182 Une protection supplémentaire accordée aux porteurs d'actions. Outre les avantages organisationnels, les actions de préférence confèrent une protection supplémentaire aux actionnaires, notamment à travers l'existence des assemblées spéciales des porteurs, qui doivent approuver les décisions de l'assemblée générale ayant pour effet de modifier les droits des titulaires d'actions de préférence¹⁰⁶¹. Une telle protection n'est pas accordée aux investisseurs, dont les droits supplémentaires résultent des statuts : ces derniers peuvent se voir privés du bénéfice des différentes clauses en cas de modifications statutaires.

¹⁰⁵⁹ Sur la SAS : abordé *supra* n°165

¹⁰⁶⁰ Certains auteurs rappellent au risque de requalification (abordés *supra* n°165).

¹⁰⁶¹ En vertu de l'article L.225-99 du Code de commerce. Les titulaires des actions de préférence sont, par ailleurs, protégés en cas de modification ou d'amortissement du capital (Article L.228-16, al 1. du Code de commerce). En outre les titulaires ont la possibilité de recourir au commissaire aux comptes afin que ce dernier établisse un « *rapport spécial sur le respect par la société des droits particuliers attachés aux actions de préférence* » (BRIGNON B., LUCCIARDI G.-A., GRANIER T., « *Actions de préférence* », op.cit., n° 38, n°39 et n°41).

Or, compte tenu de leur participation faible dans le capital, les changements capitalistiques au sein d'une *start-up* sont susceptibles de constituer un risque élevé au regard des capitaux-investisseurs.

Les titulaires d'actions de préférence bénéficient également une protection en cas de fusion, ce qui n'est pas rare en présence d'une *start-up* ayant connu une croissance forte. Les porteurs d'actions de préférence sont, en effet, titulaires de « *droits particuliers équivalents* »¹⁰⁶² à leurs anciens droits au sein de la société absorbante. De plus, les porteurs d'actions de préférence disposent également d'un droit à l'approbation du projet d'échange de titres notamment en l'absence de possibilité d'échanger leurs actions contre d'autres actions conférant des droits particuliers équivalents¹⁰⁶³.

183 Les inconvénients liés à l'émission des actions de préférence du point de vue de la *start-up*. Il ne convient pas d'omettre les inconvénients majeurs des actions de préférence : et en particulier les lourdeurs relatives à leur émission. Le droit français comporte une certaine rigidité quant au processus d'émission des actions de préférence notamment en raison de l'obligation incombant aux organes d'administration d'établir un rapport, de désigner un commissaire aux comptes¹⁰⁶⁴ et en raison du respect obligatoire de la procédure

¹⁰⁶² En vertu de l'article L. 228-17, al 1 du Code de commerce.

¹⁰⁶³ Il convient ici d'observer l'absence de clarté des termes employés par l'article L.228-17, al. 1. du Code de commerce. La réponse ministérielle, qui été rendue sur la question de l'interprétation de la notion des « *droits particuliers équivalents* » (BRIGNON B., LUCCIARDI G.-A., GRANIER T., « *Actions de préférence* », op.cit., n°41) ne semble pas apporter de clarifications suffisantes sur ce point.

¹⁰⁶⁴ Un rapport spécial de commissaire aux comptes est exigé en vertu de l'article R.228-17, al. 2. du Code de commerce Sur ce point : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Conditions générales de l'émission d'actions de préférence — Compétence de l'assemblée générale extraordinaire — Délégations* », 4491, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023. En présence d'une société n'étant pas tenue de désigner un commissaire aux comptes (et notamment les « *petite entreprises* » dont le cas est abordé *infra* n°196) il est possible de considérer qu'un commissaire au compte « *ad-hoc* » doit être désigné, en vertu de l'article L.225-138, II. du Code de commerce, dans la mesure où l'augmentation de capital est réalisée avec suppression des droits préférentiels de souscriptions au profit des bénéficiaires dénommés ou au profit d'une catégorie de bénéficiaires (DEVÈZE J. et al., « *Procédure des avantages particuliers et rapport du commissaire aux comptes* », 258, Lamy droit du financement, date d'actualisation : décembre 2022).

des avantages particuliers en cas d'émission d'actions de préférence à une ou plusieurs personnes nommément désignées¹⁰⁶⁵.

Cette rigidité a toutefois été légèrement atténuée à travers des allègements apportés par la loi LME qui a amélioré l'articulation de l'intervention du commissaire aux comptes et du commissaire aux apports¹⁰⁶⁶ et par la loi PACTE qui a exempté les SAS du recours aux commissaires aux apports en cas de création d'avantages en faveur de certains des associés lors de la constitution de la société¹⁰⁶⁷.

Le périmètre de ce dernier allègement ne fait toutefois pas l'unanimité parmi les auteurs de la doctrine : certaines considèrent que seuls les avantages accordés à travers une clause statutaire pourraient bénéficier de l'exemption de la procédure des avantages particuliers¹⁰⁶⁸.

¹⁰⁶⁵ En cas de création d'une action de préférence ne relevant pas une catégorie déjà créée : L.228-15, al. 1. du Code de commerce (sur ce point : DEVÈZE J., « *Respect de la procédure de vérification des avantages particuliers* », 4494, date d'actualisation : 14 février 2023, « *Domaine d'application de la procédure des avantages particuliers* », 259, Le Lamy droit du financement. date d'actualisation : 12 décembre 2022).

¹⁰⁶⁶ La loi LME, modifiant l'article 228-15 du Code de commerce, a permis en cas d'actions de préférence relevant d'une catégorie déjà créée, de réaliser l'évaluation des avantages particuliers dans le rapport spécial du commissaire aux comptes prévu par l'article L.228-12, al.1. du Code de commerce (sur ce point : BOIZARD M., RAIMBOURG P., *Ingénierie financière, fiscale et juridique*, op.cit., n°221.52).

¹⁰⁶⁷ La loi PACTE a modifié l'alinéa 3 de l'article L.227-1 du Code de commerce en écartant l'article L.225-14 du Code de commerce.

¹⁰⁶⁸ Une interprétation favorable à l'inclusion des actions de préférence dans le périmètre de l'exemption : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Actions de préférence* », op.cit. Une interprétation contraire : LE CANNU P. ; HEINICH J. ; DELVALLÉE J., « *Société par actions simplifiée, Titres émis par la SAS* », Répertoire des sociétés, n°257, date d'actualisation : juillet 2023.

2) *Un outil doté d'une grande flexibilité : la faculté de convertir et racheter les actions de préférence*

184 La faculté de conversion des actions de préférence. Le recours aux actions de préférence facilite la mise en place d'un mécanisme d'anti-dilution mais peut également être utilisé afin d'atteindre un effet similaire à la clause de *ratchet*.

La faculté de conversion résulte la liberté propre au régime juridique des actions de préférence résultant de l'ordonnance du 24 juin 2004 : les statuts peuvent déterminer les modalités de conversion des actions de préférence, ce qui permet leur échange automatique en actions relevant d'autre catégories, selon une parité définie et en fonction de la valorisation de la société¹⁰⁶⁹.

185 La faculté de racheter les actions de préférence. Le rachat des actions de préférence¹⁰⁷⁰ a connu une évolution considérable depuis l'ordonnance de 2004 qui a permis le rachat d'actions de préférence dans certaines conditions¹⁰⁷¹. Si la possibilité de rachat était ouverte aux titulaires d'actions de préférence, les modalités d'une telle opération ne furent précisées par la loi qu'à partir de la réforme opérée par l'ordonnance du 31 juillet 2014¹⁰⁷².

¹⁰⁶⁹ Cette possibilité résulte des articles L. 228-12, al. 1 à 3 et L. 228-14 du Code de commerce et notamment les modifications apportées à ces articles par l'ordonnance du 24 juin 2004.

¹⁰⁷⁰ Article L.228-12, II du Code de commerce.

¹⁰⁷¹ Ancien article L.228-20 du Code de commerce (instaurée par l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 et abrogée par Ordonnance n° 2008-1145 du 6 novembre 2008 relative aux actions de préférence) permettait le rachat des actions de préférence à l'initiative de la société ou du porteur aux sociétés dont les titres sont admis à la négociation. L'article L.228-12, al. 2. du Code de commerce prévoyait également des dispositions relatives au rachat des actions de préférence mais cette disposition restait relativement imprécise concernant la modalité de rachat.

¹⁰⁷² Le nouveau régime résulte de l'article L.228-12 du Code de commerce dans sa forme modifiée par l'article 22 Ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés, prise en application de l'article 3 de la loi n° 2014-1 du 2 janvier 2014 habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises. Sur ce point et également sur les difficultés résultant du renvoi au régime général de rachat d'actions par l'article L.228-12 du Code de commerce : LE NABASQUE H., « Réforme du rachat des actions de préférence », RDBF n° 6, Novembre 2014, comm. 217, p. 54 à 56).

Cette réforme a en effet permis de consacrer le rachat à l'initiative de la société et à l'initiative conjointe de la société et du porteur¹⁰⁷³. Le droit exclusif du porteur pour faire racheter ses actions n'a toutefois été reconnu qu'après l'entrée en vigueur de la loi PACTE¹⁰⁷⁴. Désormais, les investisseurs peuvent donc initier le rachat des actions de préférence dans la mesure où cette possibilité a été prévue dans les statuts de la société avant l'émission des actions.

La reconnaissance des actions de préférence rachetables à l'initiative exclusive du porteur présente une avancée majeure dans l'évolution du cadre juridique français régissant les opérations de capital-risque, dans la mesure où elle offre une alternative à certaines clauses permettant aux investisseurs de sortir du capital de la société cible. Il s'agit notamment des clauses d'achat ou de vente de droits sociaux à prix fixe ou plancher, mais également des clauses de retrait, dont la validité est discutée même au sein de la SAS¹⁰⁷⁵, ou encore de la clause de variabilité du capital, qui reste prohibée au sein d'une SA (contrairement à la SAS¹⁰⁷⁶).

¹⁰⁷³ CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Rachat des actions de préférence — Stipulation statutaire* », 4499, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation. : 14 février 2023.

¹⁰⁷⁴ MORTIER R., VENDEUIL S., « *Loi Pacte – La réforme des actions de préférence* », op.cit., p. 27, n°8.

¹⁰⁷⁵ Nous définissons les clauses de retrait comme les clauses qui permettent à un actionnaire de se faire racheter ses actions par la société elle-même (certains auteurs retiennent une définition plus large de la clause de retrait et considèrent que celle-ci peut avoir pour effet le rachat des actions par les associés). La validité de la clause de retrait semble admise par certains auteurs en présence d'une SAS, mais reste discutée par d'autres. Une analyse concluant à la validité d'une clause de retrait : AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées, Création et statut des associés* », op.cit., n°142. Une analyse considérant qu'une clause de retrait pourrait seulement être licite sous la forme d'une clause de variabilité du capital ou d'une extrastatutaire garantissant la sortie de l'associé : GERMAIN M., PERIN P.-L., AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées - Organisation des rapports entre associés - Clauses statutaires relatives à la cession* », op.cit., n°37. Il convient, en tout état de cause, de s'assurer que le retrait ne soit pas discrétionnaire : GERMAIN M., « *La société par actions simplifiée* », La Semaine Juridique Edition Générale n° 12, 23 Mars 1994, doct. 3749. Les clauses de retraits semblent difficilement concevables au sein des statuts d'une SA dans la mesure où elle serait contraire à l'article L.225-206 du Code de commerce. Sur ce point : MESSAI-BAHRI S., ROUSSILLE M., « *Pactes d'associés (pactes d'actionnaire)* », op.cit., n°122 et n°124.

¹⁰⁷⁶ La SAS est susceptible de présenter également un avantage vis-à-vis de la SA dans la mesure où son capital peut être variable (interdiction de cette clause au sein de la SA : Article L.231-1, alinéa 1 du Code de commerce).

2§) L'intérêt du recours aux valeurs mobilières donnant accès au capital et les limitations de ces instruments au regard des start-up en phase d'amorçage

186 La définition des valeurs mobilières composées et leurs avantages principaux au regard des start-up. Les valeurs mobilières composées donnent droit à l'attribution des titres représentant une quotité de capital au sein de la société émettrice ou une créance sur cette dernière¹⁰⁷⁷ à travers une construction spécifique qui se compose fréquemment d'un titre primaire (ou « lanceur ») articulé avec un titre secondaire, et parfois même avec un titre final¹⁰⁷⁸.

Si la palette des valeurs mobilières composées est large, la présente analyse ne portera que sur les VMDAC. Cette délimitation est motivée par des raisons pratiques. En effet, certains titres composés, qui ne donnent pas accès au capital de la société cible, semblent se situer en dehors du périmètre de l'activité de capital-investissement dans la mesure où ils ne permettent pas à leurs détenteurs de bénéficier des avantages associés aux titres de capital.

A contrario, les VMDAC semblent entrer dans le périmètre de techniques employées lors des capital-investissement et sont susceptibles de cacher des avantages non négligeables vis-à-vis des investisseurs. Les titulaires des VMDAC, sauf quelques exceptions¹⁰⁷⁹, se trouvent en effet, mieux protégés contre la dépréciation de la valeur du titre (jusqu'à la conversion du titre primaire) que le titulaire d'un titre de capital ordinaire¹⁰⁸⁰.

¹⁰⁷⁷ BONNEAU T., MAUCHE S., « Valeurs mobilières composées », Fasc. 1903, date d'actualisation : 22 novembre 2021, n°1.

¹⁰⁷⁸ DANNENBERGER F., « Valeurs mobilières - Nature et régime », op.cit., n°79.

¹⁰⁷⁹ Notamment en présence d'une action à bons de souscription d'actions (ou « ABSA »).

¹⁰⁸⁰ Nous abordons en détails ces aspects *infra* n°189.

187 La diversité des VMDAC. L'entrée au capital différée peut être atteinte à travers de nombreux instruments. Nous nous contenterons dans le cadre de notre étude d'examiner seules quelques formes de VMDAC et nous en distinguerons deux catégories principales : les VMDAC à base obligataire et les VMDAC à base de bons de souscriptions.

Les premières VMDAC à base obligataires en droit français furent les obligations convertibles en action (ou « OCA ») instituées par la loi de 1953¹⁰⁸¹. Les obligations convertibles étaient rapidement suivies par d'autres VMDAC à base obligataire notamment par les obligations échangeables en actions (ou « OEA »)¹⁰⁸² et les obligations à bon de souscriptions d'actions (ou « OBSA ») créés par la loi de 1966¹⁰⁸³. Cette même loi a également permis l'émergence des obligations remboursables en actions (« ou ORA ») même si ces dernières ne disposaient (jusqu'à l'ordonnance de 2004) pas de régime juridique propre¹⁰⁸⁴.

Les VMDAC, reconnues par le droit français, partageaient une caractéristique commune jusqu'aux années 1980 : le composant obligataire. La loi du 14 décembre 1985 a toutefois permis d'élargir la palette des VMDAC avec l'addition d'un instrument ne disposant pas de composant obligataire à travers la création des BSA¹⁰⁸⁵.

¹⁰⁸¹ Loi n°53-148 du 25 février 1953 relative à diverses dispositions d'ordre financier intéressant l'épargne (sur ce point : BONNEAU T., MAOUCHE S., « *Valeurs mobilières composées* », op.cit., n°2).

¹⁰⁸² Loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, article 200. Le régime des obligations convertibles a, par ailleurs, été modifié par les articles 195 et s. de la loi du 24 juillet 1966. Sur ce point : PELTIER F., « *La nature juridique des obligations remboursables en actions* », JCP En° 25, 18 Juin 1992, 155.

¹⁰⁸³ Loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, article 195.

¹⁰⁸⁴ Ces valeurs mobilières étaient définies au sein de l'article 339-1 de la loi °66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales qui disposait qu'une « *société par actions peut émettre des valeurs mobilières donnant droit par conversion, échange, remboursement, présentation de bon ou de toute autre manière, à l'attribution à tout moment ou à date fixe de titres qui, à cet effet, sont ou seront émis en représentation d'une quotité de capital de la société émettrice* ». (Sur ce point : PELTIER F., « *La nature juridique des obligations remboursables en actions* », op.cit.).

¹⁰⁸⁵ Article 339-1, al. 1. de la loi °66-537 du 24 juillet 1966 issu de la loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables, des sociétés et des opérations de bourse (sur ce point : TRAORE A., *Les incidences de la diversification des valeurs mobilières sur le droit de vote dans les sociétés par actions*, op.cit., p. 94, n°64 et n°65).

Il convient dans un premier temps d'examiner quelles VMDAC s'avèrent adéquates du point de vue du financement des *start-up* (A) afin de s'attarder dans un second temps sur les changements récents intervenus en droit français qui ont conduit au renforcement de la protection des porteurs de ces valeurs mobilières (B).

A) L'adéquation des VMDAC aux jeunes entreprises innovantes

188 Il convient dans un premier temps d'examiner les VMDAC ayant une base obligataire (1) afin d'aborder dans un second temps les valeurs mobilières basées sur les bons de souscriptions d'actions (2).

1) *L'intérêt limité des VMDAC à base obligataire pour les start-up*

189 Les avantages et inconvénients des VMDAC à base obligataire. La relation entre les porteurs des VMDAC et la société émettrice est déterminé, en principe, par le régime juridique applicable au titre primaire jusqu'à l'exercice de ce dernier¹⁰⁸⁶. Lorsque

La loi de 1985 a par ailleurs initié un changement majeur dans le domaine de l'hybridation des titres financiers, à travers l'article 339-1, al. 1. de la loi de 1966, en conférant une marge de manœuvre aux investisseurs dans le domaine de la création des valeurs mobilières donnant accès au capital (TRAORE A., *Les Incidences de la diversification des valeurs mobilières sur le droit de vote dans les sociétés par actions*, op.cit., p. 93, n°3). La liberté de la création des valeurs mobilières connaissait toutefois des limites : les conversions des actions en obligations sont, en effet, interdites depuis la loi de 1985 (article 339-1 de la loi de 1966 devenu article L.228-91 du Code de commerce). Cette interdiction, qui vise essentiellement d'empêcher un comportement opportuniste des titulaires de valeurs mobilières pouvant opter pour la situation protectrice du créancier en cas de procédure collective n'a pas été levée jusqu'aujourd'hui (DEVÈZE J. et al., « *L'ordonnance pose un principe général de liberté* », 323, date d'actualisation : 12 décembre 2022). Sur la confirmation de la loi de 1985 par l'ordonnance de 2004, qui a consacré la liberté de la création de valeurs mobilières donnant accès au capital : MICHINEAU M., *La protection des droits des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital*, thèse, Université d'Aix-Marseille, 2016, p. 75 et n°28 ; MICHINEAU M., « *Valeurs mobilières donnant accès au capital* », *Études Joly Sociétés*, op.cit., n°42.

¹⁰⁸⁶ Cette approche résulte de l'arrêt *Métrologie Internationale* (Cass. com., 13 juin 1995 94-21.003 94-21.436) et nous amène à nous interroger sur le régime applicable aux bons de souscriptions ayant pour titre primaire d'un bon, qui ne dispose pas de de régime autonome. (Sur ce point : MICHINEAU M., *La protection des droits des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital*, op.cit., p. 69 à 73 (n°26 et n°27) et 75 (n°28) (s'agissant des bons de souscriptions). Opinion confirmant la position

l'entreprise émet un titre à base obligataire elle reste donc tenue, jusqu'à l'exercice du titre primaire, par l'obligation de remboursement d'une créance.

Cette exigence confère une sécurité importante aux investisseurs en particulier par l'entrée décalée au capital de l'entreprise qui protège l'investisseur contre les variations potentiellement importantes qui peuvent impacter la valeur du titre de capital¹⁰⁸⁷. Le régime des obligations s'avère particulièrement avantageux au regard des investisseurs en raison des remboursements réguliers auxquels donnent droit ces valeurs mobilières¹⁰⁸⁸ mais également en raison du traitement juridique des titres de créances en cas de procédure collective.

Les obligataires précèdent les actionnaires au sein du classement des créanciers dans une telle éventualité¹⁰⁸⁹. Le risque de perte de capital lié à la défaillance de la société s'avère donc sensiblement réduit les concernant.

Si les VMDAC à base obligataire cachent des avantages non négligeables, ces valeurs mobilières semblent plus adaptées aux sociétés ayant déjà dépassé la phase d'amorçage et même la phase de démarrage.

D'abord les émetteurs VMDAC à base obligataire sont soumis à des conditions exigeantes leur imposant une vérification de l'actif et du passif de la société à moins

de MICHINEAU M., BONNEAU T., MAOUCHE S., « *Valeurs mobilières composées* », op.cit., n°31 et s.)

¹⁰⁸⁷ Sur les avantages de caractère général des VMDAC à base obligataire : TRAORE A., *Les Incidences de la diversification des valeurs mobilières sur le droit de vote dans les sociétés par actions*, op.cit., p. 195).

¹⁰⁸⁸ MARCHETEAU D., « *Capital-risque, Création* », op.cit, n°18.

¹⁰⁸⁹ Afin que les titulaires de valeurs mobilières composées, qui n'ont pas été converties en titre de capital avant l'ouverture de la procédure collective, puissent recouvrer leurs créances il est nécessaire que le représentant de la masse des obligataires déclare les créances en vertu de l'article L.228-84 du Code de commerce. Les obligataires peuvent être des créanciers chirographaires ou de rang supérieur (dans la mesure où ils sont munis de sûretés). Sur l'intérêt des titulaires des valeurs mobilières composées de conserver leur statut créancier : ARTIN-SERF A., « *Sauvegarde, redressement et liquidation judiciaires. – Effets à l'égard des créanciers obligataires et autres prêteurs de capitaux* », Fasc. 2396, date d'actualisation : 15 mars 2020, n°58 à n°60.

que cette dernière puisse présenter des états financiers régulièrement approuvés des deux dernières années¹⁰⁹⁰.

En outre, le recours à un produit obligataire suppose l'existence d'un prêt à intérêt, ayant pour conséquence une obligation de remboursement périodique du principal, couplée au versement régulier des coupons. L'émission obligataire nécessite donc une trésorerie importante, peu fréquente en matière de *start-up*. Dès lors, les VMDAC à base obligataire paraissent inadaptés à l'ensemble des *start-up* en raison des contraintes propres aux obligations.

Une partie des jeunes entreprises innovantes, notamment les plus matures, peuvent toutefois être capables de supporter le remboursement régulier des créances pendant une période déterminée¹⁰⁹¹. Pour ces dernières, les VMDAC à base obligataire peuvent présenter une opportunité intéressante.

Compte tenu de la diversité des VMDAC à base obligataires en droit français il convient néanmoins d'examiner quelles sont celles qui semblent conformes aux besoins des *start-up* et des investisseurs.

190 L'adéquation de certaines VMDAC à base obligataire aux besoins de financement des *start-up* les plus matures.

190.1 L'importance du caractère optionnel de la conversion : une comparaison des caractéristiques de l'OCA et de l'ORA. Le fonctionnement de certaines VMDAC à base obligataire, comme les OCA, ont pour fondement l'augmentation de capital « *conditionnelle et différée* »¹⁰⁹². Le porteur de ces valeurs mobilières, à un moment

¹⁰⁹⁰ Les conditions d'émission d'obligations sont précisées *supra* n°74

¹⁰⁹¹ Sur l'emploi des VMDAC à base obligataire dans les opérations de capital-risque : PRADO V., « *L'innovation financière au service du capital-risque* », Bull. Joly Sociétés, n°11, 1^{er} janvier 2003, (p. 1210 à 1217).

¹⁰⁹² L'augmentation de capital est différée car la conversion donnera lieu à une augmentation de capital réservée aux porteurs d'obligations PELTIER F., « *La nature juridique des obligations remboursables*

déterminé par le contrat d'émission, peut demander la conversion de son obligation en action. L'optionnalité de la conversion en action constitue un véritable atout en présence d'une *start-up*, en ce qu'elle permet aux investisseurs de se positionner en fonction de la croissance de la jeune entreprise innovante et de convertir leurs obligations en actions au moment où la jeune entreprise aura atteint une croissance optimale¹⁰⁹³.

Le titulaire de l'OCA peut, en cas de croissance sous-optimale de l'entreprise émettrice, demeurer obligataire de la société et ainsi se protéger contre une éventuelle perte si la gestion de la *start-up* ne lui semble pas appropriée. L'obligation convertible permet en effet de protéger les investisseurs contre les risques d'agence et notamment ceux liés à la sélection de la *start-up*¹⁰⁹⁴ lui conférant d'une marge d'action importante si la société ne connaît pas la croissance attendue.

Si elles comportent des flux similaires aux OCA¹⁰⁹⁵, le recours aux ORA peut s'avérer plus risqué en présence d'une jeune entreprise innovante dans la mesure où ces valeurs mobilières ne donnent pas d'option de souscription aux investisseurs¹⁰⁹⁶. Or, c'est

en actions (ORA) », op.cit., n°6 Les obligations convertibles sont donc des titres, qui sont, *in fine*, de nature dilutive.

¹⁰⁹³ S'agissant de l'intérêt du recours aux obligations convertibles du point de vue des souscripteurs afin de réaliser un « arbitrage » (DEVÈZE Jean, et al., « *Intérêt économique, Stratégies de conversion des obligations convertibles* », 669, Lamy droit du financement, 12 décembre 2022 ; BOIZARD M., RAIMBOURG P., *Ingénierie financière fiscale et sociale*, Dalloz, 2015-2016, op.cit., n°132.41.

¹⁰⁹⁴ L'obligation convertible peut dès lors constituer une réponse à la sélection adverse : LOCARSKI I., HORST ter J., VELD C., « *Why do companies issue convertible bonds ? A review of theory and empirical evidence, Advances in Corporate Finance and Asset Pricing* », SSRN Electronic Journal, 2006, p. 7; Sur la réduction du problème d'agence de « *risk shifting* » : DORION C., FRANCOIS P., GRASS G., JANNERET A., « *Convertible Debt and Shareholder Incentives* », Journal of Corporate Finance, 24, 2014, p. 40. A voir également sur ce point : BENOUDA O., *Le financement par obligations convertibles. : le cas français*, thèse, Université Paris-Dauphine, 1996, p. 134 (sur le *risk shifting*), 150 (n°98), 163 et 308 (n°213).

¹⁰⁹⁵BOIZARD M., RAIMBOURG P., *Ingénierie financière fiscale et sociale*, op.cit., n°133.51.

¹⁰⁹⁶ En effet, l'investisseur n'a pas de choix sur les modalités de remboursement et percevra une rémunération prédéterminée. Sur ce point : LECOURT A., « *Obligation – Obligations donnant accès aux titres de capital ou de créance* », Dalloz, Répertoire des sociétés, date d'actualisation : avril 2021, n°668 ; DEVÈZE J. et al., « *Cas particulier des obligations remboursables en actions (ORA, ORANE)* », 340, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022. Il est toutefois

précisément le caractère optionnel de la conversion qui permet à l'investisseur d'exploiter sa position avantageuse si la *start-up* connaît une croissance forte¹⁰⁹⁷.

Les ORA permettent, contrairement aux OCA, d'avoir une certitude quant à la transformation des obligations en actions. Cette certitude toutefois n'est pas nécessairement favorable en présence d'une *start-up* qui peut connaître des difficultés (ou des périodes de croissance) inattendues. L'absence de capacité à se préparer à ces aléas peut rendre cet instrument peu intéressant pour l'investisseur de capital-risque.

190.2 L'inadéquation des OEA aux *start-up*. Si les OEA comportent un caractère optionnel¹⁰⁹⁸ elles n'entraînent pas une augmentation de capital différée¹⁰⁹⁹. Les actions préexistent à la levée de fonds et ne sont pas émises à cette occasion¹¹⁰⁰. Jusqu'à

possible de limiter cet effet par une clause *call* côté émetteur et par une clause *put* côté investisseur (BOIZARD M., RAIMBOURG P., *Ingénierie financière fiscale et sociale*, op.cit., n°133.52 ; DIDIER P., « *La nature juridique des obligations remboursables en actions et les droits des porteurs d'ORA* », Rev. soc.1995 p.736). L'emploi de ces clauses peut permettre d'offrir un remboursement anticipé. C'était notamment le cas d'une émission d'ORA Suez (DEVÈZE J. et al., « *Clause de remboursement anticipé* », 315, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022). Ces clauses pourraient offrir une opportunité aux investisseurs de prendre une décision en fonction de l'évolution du projet portée par l'entreprise financée. Il est également possible de prévoir des ratios de remboursement permettant de maîtriser la dilution des actionnaires existants (BOIZARD M., RAIMBOURG P., *Ingénierie financière fiscale et sociale*, op.cit., n°132.55).

¹⁰⁹⁷ De plus en raison de la durée limitée des coupons, le plancher du taux de remboursement d'un ORA est généralement beaucoup moins élevé que pour les obligations de convertibles (LECOURT A., « *Obligation – Obligations donnant accès aux titres de capital ou de créance* », op.cit., n°669). En outre dès lors que le remboursement en actions nécessite une émission d'actions nouvelles en cas d'augmentation forte du cours de l'action la prime d'émission sera très élevée et l'effet dilutif sera également important au regard des actionnaires fondateurs.

¹⁰⁹⁸ Les titulaires d'OEA disposent d'une option d'échange de leurs obligations contre des actions selon une parité établie par le contrat d'emprunt.

¹⁰⁹⁹ PELTIER F., « *La nature juridique des obligations remboursables en actions* », op.cit. n°10. La structure du passif de l'établissement émetteur n'est pas modifiée en cas d'émission en cas d'obligation échangeables (BOIZARD M., RAIMBOURG P., *Ingénierie financière fiscale et sociale*, op.cit., n°33.11).

¹¹⁰⁰ Les obligations échangeables en actions sont, en outre, fréquemment utilisées comme des instruments financiers donnant droit à des actions autres que celle de l'émetteur (LECOURT A., « *Obligation – Obligations donnant accès aux titres de capital ou de créance* », op.cit., n°651) ce qui

leur échange, les actions en question sont donc détenues par un tiers pour le compte des porteurs.

Les OEA semblent inadaptées aux jeunes entreprises innovantes principalement en raison du coût potentiellement élevé que ces dernières encourent dans le cadre de l'opération à cause de l'intervention des intermédiaires. Ces derniers, qui sont fréquemment des intermédiaires financiers régulés¹¹⁰¹, doivent assurer, outre la conservation des titres en question, l'échange des actions et des obligations émises¹¹⁰².

Il convient néanmoins de noter un allègement considérable du régime juridique de ces valeurs mobilières. Les OEA étaient pendant longtemps réservées aux sociétés dont les titres étaient admis à la négociation sur un marché¹¹⁰³. Si cette contrainte a été supprimée par l'ordonnance de 2004¹¹⁰⁴, il est possible de douter de l'intérêt de ce changement du point de vue des jeunes entreprises innovantes, qui pourraient privilégier, par souci de simplicité et économie de coûts, les OCA. Le mécanisme sous-jacent à ces derniers reste, en effet, très proche de celui des OEA sur le plan financier¹¹⁰⁵.

réduit considérablement les risques pesant sur les souscripteurs, l'entité émettrice des obligations et celle des actions étant dissociées.

¹¹⁰¹ Il convient de rappeler que la conservation de titres non cotés n'est pas obligatoirement assurée par une entreprise d'investissement ou d'établissement de crédit (AUCKENTHALER F., « *Tenue de compte conservation des titres financiers* », Fasc. 2115, JCl. Banque, Crédit, Bourse, date d'actualisation : 30 juin 2020, n°31). Dans le cadre d'une émission d'OEA ce rôle semble néanmoins exercé par des intermédiaires financiers régulés (LECOURT A., « *Obligation – Obligations donnant accès aux titres de capital ou de créance* », op.cit., n°650 ; BOIZARD M., RAIMBOURG P., *Ingénierie financière fiscale et sociale*, op.cit., n°133.11).

¹¹⁰² BOIZARD M., RAIMBOURG P., *Ingénierie financière fiscale et sociale*, op.cit., n°133.12.

¹¹⁰³ Certains auteurs mentionnent toujours cette obligation : LECOURT A., « *Obligation – Obligations donnant accès aux titres de capital ou de créance* », op.cit., n° 646 ; BOIZARD M., RAIMBOURG P., *Ingénierie financière fiscale et sociale*, op.cit., n°133.12.

¹¹⁰⁴ Article L.225-168 du Code de commerce a été abrogé par l'article 51 de l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 (sur ce point : BONNEAU T., MAUCHE S., « *Valeurs mobilières composées* », op.cit., n°35).

¹¹⁰⁵ BOIZARD M., RAIMBOURG P., *Ingénierie financière fiscale et sociale*, op.cit., n°133.11.

Dès lors, nous constatons, que parmi les valeurs mobilières examinées seules certaines, dont l'OCA, semblent accessibles et en adéquation avec les objectifs des *start-up*. Cependant, même ce produit s'avère inaccessible pour les *start-up* en phase d'amorçage ou de démarrage en raison de l'absence d'historique financier de ces entreprises et de leur trésorerie fréquemment faible.

Il convient dès leur d'examiner si les VMDAC basées sur les bons de souscriptions permettent de répondre aux besoins des *start-up* les plus jeunes.

2) L'adéquation des BSA aux *start-up*

191 Les avantages présentés par les BSA. Si les émetteurs des OCA sont confrontés aux exigences liées à la maturité de la société émettrice ou aux contraintes liées au remboursement d'une créance il n'en est rien pour les BSA.

Ne s'agissant pas de produits obligataires, l'émission des BSA n'est pas conditionnée à l'existence de deux bilans régulièrement approuvés ou à la vérification de l'actif ou du passif de la société émettrice. Les BSA semblent dès lors constituer des outils efficaces au regard des *start-up*, mêmes les plus jeunes, dans la mesure leur émission n'exige pas une trésorerie importante.

Les BSA sont également avantageux du point de vue des investisseurs. Ils se présentent, en effet, comme des « *avances sur une augmentation de capital* », et revêtent des similarités avec les contrats optionnels¹¹⁰⁶. Ils permettent aux investisseurs d'accéder aux actions de la société cible à un prix d'exercice prédéterminé et pendant une période prédéfinie.

¹¹⁰⁶ BONNEAU T., MAOUCHE S., « *Valeurs mobilières composées* », op.cit., n°18. La période de souscription est déterminée à l'avance ainsi que le prix d'exercice : DEVÈZE J. et al., « *Bons de souscription – Généralités* », 320, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022. Sur la différence des obligations convertibles et des bons de souscriptions : OECD, *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, op.cit., p. 65.

Le prix de souscription des actions attachées aux BSA reste donc fixe contrairement à la valeur des actions (déjà souscrites) qui est susceptible, comme mentionné précédemment, de connaître une variation importante. Les BSA permettent donc à l'investisseur de retarder l'entrée au capital et d'opter pour la souscription (ou pour la cession du bon) en fonction de la croissance de la jeune entreprise innovante.

192 La nature hétérogène des droits conférés par les BSA. Les voies d'utilisation des BSA sont très hétérogènes. Ces instruments peuvent être employés comme des outils de motivation des salariés ou des dirigeants¹¹⁰⁷ tout comme les BSPCE, qui disposent des caractéristiques spécifiques notamment au regard de leur traitement fiscal avantageux et leur inaccessibilité¹¹⁰⁸.

Les BSA peuvent être attribués à des dirigeants ou aux salariés de la *start-up* comme avantage ou contrepartie du rôle joué dans la réussite de la société et peuvent être combinés avec les objectifs fixés par des investisseurs¹¹⁰⁹ afin de les aligner avec ceux des dirigeants de la jeune entreprise innovante¹¹¹⁰.

Les BSA, en raison de leur caractère optionnel, peuvent également être employés dans le but de mettre en place un mécanisme *ratchet*. Les « *BSA ratchet* » permettent aux investisseurs (ou encore aux dirigeants de la société) de souscrire des actions de la société émettrice à la suite de l'exercice des bons, tout en maintenant la valeur de leur

¹¹⁰⁷ Ces mécanismes de « *retrocession de taux de rentabilité interne* » peuvent également apparaître sous forme d'OC ou d'OBSA ou encore d'ABSAs (MEDUS J.-L., 215. « *Le salarié ou dirigeant-actionnaire : réflexions sur la fiscalité des management packages* », Bull. Joly Sociétés, n°05, 1^{er} mai 2012, (p. 453 à 463), partie introductive ; MEDUS J.-L., « *Management package et Sweet equity* », Dr. fisc. n° 50, 14 Décembre 2017, 579, (p. 13 à 32), n°1).

¹¹⁰⁸ CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Création de bons de souscription de parts de créateur d'entreprise* », 364, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 22 juin 2019.

¹¹⁰⁹ Ces objectifs peuvent notamment être liés au taux de rendement interne (ou « TRI »).

¹¹¹⁰ Sur les BSA en particulier : TESTU F.-X., HILL S., « *Les BSA : utilisations possibles dans les sociétés de haute technologie* », JCP E, 1465, n° 42, 16 octobre 2003, p. 1655 à 1657. Sur la capacité des managements de package d'aligner l'intérêt des dirigeants et investisseurs : FLANDIN G., GRUDE P., « *Management package : salaire ou capital ? Le point sur les dernières évolutions en matière de requalification* », Rev. Lamy dr. aff., N° 134, p. 33 à 35, 1^{er} février 2018.

participation pendant la période située entre la souscription et l'exercice des instruments¹¹¹¹.

Outre les BSA *ratchet* les praticiens du financement des *start-up* ont construit des instruments spécifiques afin de remédier aux difficultés de valorisation propres à cette catégorie d'entreprise. Un produit, répondant au nom BSA Air a permis d'adapter la technique de SAFE, au droit français¹¹¹². Le BSA Air, comme les SAFE donne droit aux investisseurs de souscrire un certain nombre d'actions dans la société en fonction de la valorisation retenue lors de la future levée de fonds tout en permettant aux investisseurs de bénéficier d'un prix décoté.

Bien que les BSA représentent des outils intéressants pour les jeunes entreprises innovantes les règles relatives à la protection des porteurs de ces valeurs mobilières n'étaient, pendant une longue période, pas suffisamment développées.

¹¹¹¹ Sur les BSA Ratchet de manière générale : ROY-BOSSI S., « 118. Les mécanismes de liquidation preferences en droit français », op.cit. Sur les BSA dit « ratchet » comme outil de motivation des dirigeants : DEVÈZE J. et al., « Instruments financiers utilisés dans la mise en place d'un management package », 1368, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 28 mars 2023 ; AUDOUARD T., AUDOUARD J., DRAGUITINI N., « L'actualité jurisprudentielle des management packages (2020) », Dr. fisc., 276, n° 25, 18 Juin 2020 n°19, pages 26 à 48. Ce dernier article mentionne affaire Wendel-Editis, qui permet d'illustrer de l'utilisation des BSA « Ratchet » comme un élément de management package (son activation était conditionnée aux objectifs financiers de la société). L'arrêt en question : CAA Paris, 5e ch., 27 juin 2019, n° 16PA02888 et 16PA03266.

¹¹¹² Le BSA Air a été utilisé pour la première fois par le fonds The Family et le cabinet SB Avocats en droit français SB Avocats, *SB Avocats et The Family inventent l'Accord d'Investissement Rapide (AIR) et vous l'offrent open source*, 23 décembre 2013. En présence d'un SAFE (ou un BSA Air) le ratio de conversion du bon de souscription est basé sur la valorisation retenue au moment de son exercice, qui interviendra à une levée de fonds future (ou un autre événement dans la vie de la société). La documentation relative au SAFE est disponible sur le site internet de l'incubateur YCombinator : LEVY Carolyn, *Safe Financing Documents*, date d'actualisation : mars 2021. Le ratio de conversion étant stable, et encadré par des plafonds et des planchers, le produit présente un avantage considérable au regard des investisseurs (CICHOTEPSKI B., VITRICH G., « Startups safe : l'instrument innovant dédié au financement en amorçage », Option fin., 22 juin 2015).

Il convient, dès lors d'examiner les évolutions ayant eu lieu en droit français afin de comprendre si, en l'état du droit actuel, le régime juridique des BSA reste satisfaisant du point de vue de la protection des titulaires de ces instruments.

B) Le régime juridique et les contraintes relatives à l'émission des BSA

193 Les spécificités du régime juridique des BSA. Les porteurs des VMDAC sont susceptibles de voir leurs droits réduits en cas d'entrée de nouveaux investisseurs au capital. En effet, les titulaires de ces valeurs mobilières, qui n'ont pas encore obtenu le statut d'actionnaire ne peuvent pas directement intervenir dans les décisions collectives de la société et ne disposent pas des mêmes droits politiques que les actionnaires¹¹¹³.

Au moment de la réforme opérée par l'ordonnance de 2004¹¹¹⁴, certaines valeurs mobilières composées, et en particulier les BSA, connaissaient un régime de représentation et de protection restreint¹¹¹⁵, ce qui était source d'incertitude juridique et a présenté un frein à leur utilisation.

Or, les BSA, comme précisé plus haut, semblent être les produits les plus adéquats au financement des jeunes entreprises de croissance parmi les VMDAC. La mise en place d'un régime protecteur des porteurs des BSA constituait, dès lors, un enjeu très important du point de vue des investisseurs et des *start-up*.

Nous examinerons donc, lors des développements à venir, quels étaient les apports majeurs des changements législatifs récents qui ont permis l'émergence d'un régime juridique unique destiné aux BSA.

¹¹¹³ MICHINEAU M., « *Valeurs mobilières donnant accès au capital* », Études Joly Sociétés, date d'actualisation : 2 mai 2022, n°98 et s.

¹¹¹⁴ Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale.

¹¹¹⁵ Prévu à l'article L.228-91, alinéa 1 et à l'article L.228-95 du Code de commerce (sur ce point : GRANIER T., « *Synthèse - Titres de créance, titres composés, contrats financiers* », op.cit., n°38).

Il convient dans ce cadre d'identifier les défaillances du régime juridique des BSA en vigueur avant l'adoption de l'ordonnance de 2004 (1) afin de s'attarder sur les apports de l'ordonnance en question et sur les difficultés restantes qui sont susceptibles de constituer un frein à l'utilisation de cette catégorie de VMDAC (2).

1) *Les lacunes initiales du régime juridique des BSA*

194 Le régime antérieur à l'ordonnance du 24 juin 2004 et ses inconvénients. Le cadre juridique des valeurs mobilières composées antérieur à l'ordonnance de 24 juin 2004 souffrait de nombreuses faiblesses notamment en raison de la fragmentation des régimes applicables aux valeurs mobilières composées et celles donnant accès au capital. Cette fragmentation semblait préjudiciable au financement jeunes entreprises innovantes à plusieurs titres.

Avant l'entrée en vigueur de l'ordonnance de 2004, bien qu'il existât un régime complet dédié aux OCA, aux OEA, aux OBSA, le régime de protection des porteurs des BSA¹¹¹⁶ ou des ORA¹¹¹⁷ n'était pas suffisamment développé.

¹¹¹⁶ La loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 comportait un régime général (prévu aux articles 339-1 à 339-6 de la loi du 24 juillet 1966). Des régimes spécifiques étaient prévus pour les OBSA (articles 194-1 à 194-11 de la loi du 24 juillet 1966,) les OCA (articles 195 à 199 la loi du 24 juillet 1966) et les OEA (articles 200 à 208 de la loi du 24 juillet 1966) alors que le régime des BSA était prévu à l'article 339-5 de la loi du 24 juillet 1966 et le traitement juridique des ORA était incertaine (en raison de l'absence de certitude sur leur nature obligataire détaillée *infra* dans le présent paragraphe). Après l'entrée en vigueur de l'ordonnance de 2000 du 18 septembre 2000 (Ordonnance n° 2000-912 du 18 septembre 2000 relative à la partie législative du code de commerce) le régime général des valeurs mobilières composées a été prévu à l'ancien article L.228-91 et s. du Code de commerce. Les VMDAC étaient visées par l'article L.228-95 (les BSA doté d'un régime très lacunaire) les articles L.225-150 au L.225-160 (OBSA) ; L. 225-161 à L.225-167 (OCA) ; L. 225-168 à L.225-176 du Code de commerce (OEA). Les ORA par actions relevaient le régime général étaient logés aux articles L.228-91, L.228-92, L.228-93 et L.228-97 du Code de commerce. Ces articles ont été abrogés ou substantiellement modifiés par l'ordonnance du 24 juin 2004.

¹¹¹⁷ Outre le régime de protection, la qualification juridique des ORA en actions faisait l'objet d'incertitude. Le fondement légal des ORA était logé au sein de l'article 339-1, al. 1. de la loi de 1966 qui énonçait la possibilité d'émettre des valeurs mobilières « *donnant droit par conversion, échange, remboursement* » à des titres représentant une quotité du capital. Les interrogations portaient sur le caractère obligataire de ces titres (sur ce point : PELTIER F., « *La nature juridique des obligations remboursables en actions* », op.cit. ; TRAORE A., *Les Incidences de la diversification des valeurs*

Le régime d'émission et de la protection des titulaires des BSA, avant la réforme, était largement régi par des renvois aux règles applicables aux OCA et aux OBSA¹¹¹⁸.

Les règles gouvernant les émissions de BSA comportaient néanmoins quelques spécificités, dont certaines très contraignantes, tenant notamment la durée de vie limitée des bons¹¹¹⁹, et d'autres bloquantes au regard de leur emploi par les jeunes entreprises. En présence d'un BSA les actionnaires devaient renoncer à leurs droits préférentiels de souscriptions, alors que la renonciation au droit préférentiel de souscription a eu lieu de plein droit en cas d'émission d'autres VMDAC qui dispensait de l'assemblée de voter la suppression du droit préférentiel. Or la de suppression du droit préférentiel rendait nécessaire, avant la réforme du 24 juin 2004¹¹²⁰, l'identification des bénéficiaires des bons qui était particulièrement difficile à réaliser¹¹²¹.

mobilières sur le droit de vote dans les sociétés par actions, op.cit., p. 191 et 192, n°140). La décision de Métrologie international a permis de clarifier la situation en 1995 en permettant de soumettre les ORA avant leur remboursement aux dispositions relatives aux obligations (Cass. com., 13 juin 1995 no 94-21.003 94-21.436, Carava et a. et SA Métrologie international c/ Ass. de défense des porteurs d'obligations remboursables en actions « Métrologie international » et a.). Cette solution restait néanmoins critiquable : BONNEAU T., « *A propos de la nature juridique et du régime des obligations remboursables en actions* », 1er janvier 1995 : GUYON Y., « *Les droits des titulaires d'obligations remboursables en actions* », JCP G, 22522, n° 43, 25 Octobre 1995, (p. 855 à 860), section II ; « *Valeurs mobilières. Obligations remboursables en actions. Nature juridique. Obligations (oui). Conséquences. Inexistence prétendue d'une masse d'obligataires. Assemblée générale des porteurs d'ORA. Validité (oui)* », JCP E, n° 47, 24 Novembre 1994, act. 1246.

¹¹¹⁸ FOY R., « *Bons de souscriptions d'actions* », Répertoire des sociétés, Dalloz, n°85. Alinéa 5 de l'ancien article L.228-95 renvoyait aux interdictions prévues aux anciens articles L.242-18 et 19 du Code de commerce.

¹¹¹⁹ La durée de vie maximale des bons était de 5 ans jusqu'à la réforme opérée par l'ordonnance de 2004 en cas de suppression de droit préférentiel de souscription (ancien article L.228-95, al. 3. du Code de commerce). Sur ce point : FOY R., « *Bons de souscriptions d'actions* », op.cit., n°13 ;

¹¹²⁰ *Infra* n°195

¹¹²¹ En cas de suppression de droits préférentiels décidée par l'assemblée générale extraordinaire, en vertu de l'article L.225-138, I du Code de commerce l'identité des bénéficiaires des bons devait être communiquée aux titulaires des droits préférentiels de souscription. Cette mesure était, du moins sur le plan théorique, susceptible de cantonner l'utilisation des instruments aux opérations d'appel publique à l'épargne en raison de la quasi-impossibilité de déterminer la personne qui exercera le bon, celui-ci étant un instrument cessible. FOY R., « *Bons de souscriptions d'actions* », op.cit., n°12. Le maintien

En outre la représentation des porteurs des BSA n'était simplement pas prévue par la loi ¹¹²² et les droits aux informations dont les titulaires des BSA bénéficiaient s'avéraient également très restreints¹¹²³. Or, en l'absence d'obligation d'information au profit des investisseurs, les BSA semblaient peu adaptés aux des *start-up*, dont le caractère innovant constitue, à lui seul, une source importante d'asymétrie d'information.

De plus, la protection des titulaires de BSA était incomplète. La loi ne prévoyait de mesures protectrices que pour un nombre limité de situations (il s'agissait essentiellement des modifications de la répartition des bénéfices ou d'amortissement du capital) et ne définissait pas les mesures de réservations applicables aux titulaires de bons de souscriptions d'actions¹¹²⁴. Aucune mesure de protection spécifique des

des droits préférentiels de souscription dans l'objectif d'y renoncer ultérieurement était théoriquement possible (sur ce point : LE DOLLEY E., « *Les bons de souscription de parts de créateurs d'entreprises, écueils juridiques et fiscaux d'application* », Bull. Joly Sociétés - n°10, 1^{er} octobre 2001, (p. 953 à 970), commentaire en note de bas de p. n°31, II, C), mais pouvait avoir des conséquences potentiellement préjudiciables et engendrer des coûts supplémentaires (DARBOIS J., « *Un pas en avant, un pas en arrière* », Option fin., 25 novembre 2019, p. 3.).

¹¹²² La représentation des BSA n'était pas organisée par l'article 339-1 ou par l'article 339-5 ni par les articles L.228-91 ou L.228-95 créés à la suite de l'ordonnance du 18 septembre 2000.

¹¹²³ Avant 2004 le droit de communication ne concernait que les OCA et les OEA. Il était organisé par l'article 168 (l'article 302, applicable aux OCA et OEA renvoyait à l'article 168 et s.) de la loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales et après l'ordonnance du 18 septembre 2000 par l'article L.225-115 du Code de commerce (renvoi opéré par l'article L.228-55 du Code de commerce). Les droits d'informations et de communications pour les BSA étaient prévus par l'article 194-9 de la loi du 24 juillet 1966 et à la suite de l'ordonnance de 18 septembre 2000 par l'article L.225-158 du Code de commerce (constituait toutefois une incertitude supplémentaire que ces dispositions concernaient les OBSA). Les titulaires des BSA n'avaient accès qu'aux « *documents énumérés aux 1^o et 2^o de l'article L. 225-115 et concernant les trois derniers exercices de la société émettrice des actions, à l'exception de l'inventaire.* ». Ces documents correspondaient aux comptes annuels et au rapport du conseil d'administration (en présence d'une SA moniste). Sur ce point : PETRANCOSTA A., « *La protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital après l'ordonnance du 24 juin 2004* », RDBF n° 5, Septembre 2004, dossier 100068, (p. 373 à 383), n°5.

¹¹²⁴ Outre l'absence d'organisation de la représentation des porteurs des BSA des en vertu de l'article 339-5 de la loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, les titulaires de BSA n'étaient protégés que dans les cas de certaines opérations. Le 4^o de l'article 450 de la loi n°66-537 du 24 juillet 1966 obligeait la société de réserver des droits des titulaires des VMDAC en cas d'augmentations de

titulaires des BSA n'était prévue notamment dans les cas d'émission de VMDAC, contrairement aux titulaires d'OCA¹¹²⁵ ou OBSA¹¹²⁶, ou en cas conversion des actions de la société en actions à dividende prioritaire sans droit de vote¹¹²⁷. Ces lacunes ont grandement réduit l'intérêt du recours aux BSA, et particulièrement dans le cadre des opérations de capital-risque, où l'information et le contrôle exercé sur la société cible constituent des facteurs très importants pour les investisseurs.

De manière générale, le régime de protection des VMDAC antérieur à l'ordonnance de 2004 connaissait une certaine rigidité, qui se manifestait par l'interdiction faite à la société émettrice de modifier la répartition de ses bénéfices en dehors de la possibilité de créer des dividendes prioritaires sans droit de vote (pour les titulaires des OCA, OBSA et OEA¹¹²⁸). Il était notamment impossible d'opérer des changements dans la

capital et le 5° de l'article 450 de la même loi imposait une interdiction de la répartition de bénéfice ou l'amortissement de capital, en l'absence de mesure de réservation). Or, aucune mesure de réservation n'était prévue par la loi pour les titulaires de BSA. Pour les titulaires d'OCA, ces mesures étaient prévues à l'article 196 de la loi de 1966 sur les sociétés commerciales (devenu l'ancien article L.225-162 du Code de commerce) et pour les titulaires d'OBSA à l'ancien article L.194-5 du de la loi de 1966 sur les sociétés commerciales (devenu l'ancien article L.225-154 du Code de commerce). L'ordonnance du 18 décembre 2000 n'a pas changé cette situation. Les interdictions résultant de la loi du 24 juillet 1966 au regard des titulaires des BSA subsistaient au sein 4° et 5° de l'article L. 242-18 et de l'article L. 242-19 du Code de commerce). Sur ce point et également sur l'incertitude relative aux mesures de réservation des droits des titulaires : PETRANCOSTA A., « *La protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital après l'ordonnance du 24 juin 2004* », op.cit., notamment n°5 ; FOY R., « *Bon de souscription d'actions* », op.cit., n°14.

¹¹²⁵ Les mesures protégeant les porteurs des OCA en cas d'émission de nouvelles VMDAC étaient prévues à l'alinéa 3 de l'ancien article L.225-162 et s. du Code de commerce (article 196 de loi n°66-537 du 24 juillet 1966). L'assemblée des porteurs des OCA devait, en outre, approuver la décision de la suppression des droits préférentiels de souscription en cas de nouvelles émissions de titre de capitaux, OCA ou OEA (alinéa 5 de l'ancien article L.225-162 du Code de commerce).

¹¹²⁶ Les porteurs des OBSA étaient également protégés en cas nouvelles émissions de VMDAC sur le fondement de l'alinéa 3 de l'ancien article L.225-154 et s. du Code de commerce (article 194-5, alinéa 3 de loi n°66-537 du 24 juillet 1966).

¹¹²⁷ En effet, seule l'assemblée des titulaires des OBSA, OCA et OEA devaient approuver l'émission de ces produits (en vertu de l'ancien article L.228-12 alinéa 4 du Code de commerce). Sur ce point : PIETRANCOSTA A., « *La protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital après l'ordonnance du 24 juin 2004* », op.cit., n°5.

¹¹²⁸ Anciens articles L225-153, al. 1 du Code de commerce (OBSA) ; L.225-161, al. 5. du Code de commerce (OCA) ; 225-174, al.1 du Code de commerce (OEA).

répartition de bénéfices par l'émission des actions de priorité¹¹²⁹. Ces interdictions, dont la méconnaissance avait des conséquences pénales¹¹³⁰ étaient, dès lors, susceptibles de constituer un frein au regard de la croissance des *start-up*.

2) *L'évolution favorable du régime des BSA et les contraintes existantes*

195 Les changements apportés par l'ordonnance de 24 juin 2004. L'ordonnance de 2004 a instauré un régime unique dédié aux valeurs mobilières composées¹¹³¹. Cela a eu pour effet la suppression de certaines contraintes caractérisant le régime antérieur BSA : la durée de vie limitée et le régime pénalisant résultant de l'obligation de suppression des droits préférentiels de souscriptions.

La réforme a permis d'améliorer la protection des titulaires de BSA, rendant ces produits plus adéquats au financement des jeunes entreprises innovantes. Les

¹¹²⁹ GRANIER T., BRIGNON B., « *Action de priorité* », 1805, JCl. Banque, Crédit, Bourse, date d'actualisation : 23 janvier 2015, n°15.

¹¹³⁰ Les interdictions concernaient également l'amortissement du capital ou la modification des règles de répartition des bénéfices, sanctionnées par la nullité jusqu'à la loi de sécurité financière (loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière) combinées à des sanctions pénales à l'encontre des dirigeants (PIETRANCOSTA A., « *La protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital après l'ordonnance du 24 juin 2004* », op.cit., n°5). Les sanctions étaient prévues aux articles L.242-18 et 19 du Code de commerce (et auparavant aux articles 450 et 451 de la loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales).

¹¹³¹ L'ordonnance de 2004 a instauré un régime commun pour les valeurs mobilières composées (articles L.228-91 à l'article L.228-106 du Code de commerce) et, à l'intérieur de ce régime un régime propre aux VMDAC (Articles L.228-91 à l'article L.228-106 du Code de commerce). Sur ce point : LAPLAT F., « *Les valeurs mobilières composées* », LPA, n°189, p. 66, 22 septembre 2005, section I). L'ordonnance de 2014 a par la suite clarifié dans quelles conditions s'exerce le droit préférentiel de souscription, dont le bénéfice n'est désormais pas automatiquement accordé aux actionnaires en cas d'émission de valeurs mobilières complexe. Elle bénéficie seulement aux actionnaires détenteurs d'un titre de capital à émettre ou d'un titre de capital émis (Article L.228-92, al. 2. du Code de commerce et L.228-93, al. 4. du code de commerce). Sur ce point : DESACHE J.-M., DONDERO B., « *La réforme des valeurs mobilières (Ord. n° 2014-863, 31 juill. 2014)* », JCP E, 1216, n° 19, 7 Mai 2015, p. 30 et 31, p. 22, n°23 et n°24 ; MICHINEAU M., « *Valeurs mobilières donnant accès au capital* », op.cit., n°54.

incertitudes relatives aux mesures de réservation ont été dissipées¹¹³² et les porteurs de BSA se trouvent aujourd'hui protégés en cas de nouvelle émission de titres de capital ou en cas de conversion d'actions de la société en actions de préférence¹¹³³ mais également dans d'autres situations affectant la vie de la société émettrice (de transformation de la société¹¹³⁴ ou fusion avec une autre société¹¹³⁵).

¹¹³² Les mesures communes de protection des porteurs des VMDAC ont été érigées par l'articles L.228-98 du Code de commerce, qui prévoient l'interdiction de principe de la modification des bénéfices, d'amortissement du capital ou de création d'actions de préférence pour les émetteurs de VMDAC mais autorisent ces opérations sous réserve du respect des mesures permettant la préservation du droit des porteurs logées à l'article L.228-99 du Code de commerce. L'article L.228-99 vise à assurer que les titulaires des VMDAC soient en mesure d'exercer leurs droits par une participation immédiate aux augmentations de capital, exercer ces droits ultérieurement ou encore de procéder aux conditions d'ajustement des conditions de souscriptions (sur ce point : BONNEAU T., MAOUCHE S., « *Valeurs mobilières composées* », *op.cit.* n°54 et 56). Nous notons que les mesures de réservation mises en place par l'ordonnance de 2004 restent largement inspirées des mesures existantes dans l'état du droit antérieur. Nous retrouvons les mesures prévues par l'article L.228-99 notamment au sein de l'ancien article L.225-162 relatif aux mesures de protection des OCA (sur ce point : PIETRANCOSTA A., « *La protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital après l'ordonnance du 24 juin 2004* », *op.cit.*, n°5). Certaines mesures ont toutefois été assouplies. L'assouplissement a concerné notamment la mesure de réservation relatif à l'ajustement des conditions de souscription des droits des porteurs, qui était réservée aux sociétés cotées auparavant (3° de l'article L228-99 et de l'ancien article L.225-162 en matière d'OCA). En outre, l'ordonnance de 2014 a également complété les mesures prévues à l'article L.228-99 et a permis de concevoir des mesures de protections supplémentaires visant à protéger les porteurs de VMDAC (article 34 de l'ordonnance de l'ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés, prise en application de l'article 3 de la loi n° 2014-1 du 21 janvier 2014 habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises). Sur ce dernier point : GRANIER T., « *Titres de créance, titres composés, contrats financiers* », *op.cit.*, n°46.

¹¹³³ La protection accordée en cas d'émission de nouveaux titres de capital est visée par l'article L.228-99, al. 1. du Code de commerce qui fait référence aux émissions de titre de capitaux « *sous quelque forme que ce soit* » mais également à la « *répartition de ses bénéfices par la création d'actions de préférence* ».

¹¹³⁴ Seules les obligataires bénéficiaient d'une protection en cas de transformation dans l'état du droit antérieur à l'ordonnance de 2004 (en vertu de l'ancien article L.228-65, I, 1° du Code de commerce). Sur ce point : (Sur ce point : PIETRANCOSTA A., « *La protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital après l'ordonnance du 24 juin 2004* », *op.cit.*, 5n°). Le cas de la transformation est aujourd'hui visé par l'alinéa 1 de l'article L.228-91.

¹¹³⁵ Article L.228-101 du Code de commerce (BONNEAU T., MAOUCHE S., « *Valeurs mobilières composées* », *op.cit.* n°57).

L'harmonisation du cadre juridique applicable aux titulaires de VMDAC a apporté un changement favorable aux détenteurs de BSA en matière de représentation¹¹³⁶ et de droits informationnels¹¹³⁷, qui sont exercés dans les mêmes conditions que les droits des autres porteurs des VMDAC, sous réserve de quelques nuances¹¹³⁸.

S'agissant des autres VMDAC, il convient de noter que la réforme a permis d'assouplir le cadre juridique français en matière d'opérations relatives au changement de la répartition des bénéfices en ouvrant la voie à la modification de celle-ci par d'autres moyens que l'émission d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote¹¹³⁹. De plus, la réforme a permis de conférer une place importante au contrat d'émission, conférant ainsi un outil précieux à la disposition des capitaux-risqueurs souhaitant aménager leur relation avec la *start-up* financée¹¹⁴⁰.

¹¹³⁶ Tous les porteurs des VMDAC disposent d'un droit de représentation en vertu de l'article L.228-103 du Code de commerce. Il convient de préciser que cette représentation s'effectue en cas de titres à base obligataire à travers la masse des obligataires (sur ce point : GRANIER T., « *Titres de créance, titres composés, contrats financiers* », op.cit., n°44).

¹¹³⁷ Les porteurs des VMDAC disposent des droits d'informationnels harmonisés (L.228-105 du Code de commerce). Les porteurs de ces titres peuvent participer aux décisions collectives des actionnaires, sans toutefois avoir la possibilité de voter ou de demander une expertise de gestion (en vertu de l'article L.228-105, al. 2. et 3. du Code de commerce qui renvoie à l'article L.228-55 du Code de commerce pour les titres à base obligataire et à l'article L.228-103 du Code de commerce pour les titres à base non-obligataire). Les documents pouvant être obtenus par les titulaires des VMDAC sont les mêmes que ceux pouvant être demandés par les actionnaires (article R.228-95 du Code de commerce). Sur ce point : DEVÈZE J. et al., « *Droit permanent à l'information* », Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022 ; GRELNON B., « *Le nouveau droit commun des valeurs mobilières donnant accès au capital* », Rev. soc., 1^{er} juillet 2004, (p.579 à 596), n°83.

¹¹³⁸ Pour les VMDAC à base obligataire c'est le représentant de la masse qui déclare la créance en cas de procédure collective alors que les titulaires BSA sont soumis à la déclaration individuelle (MICHINEAU M., « *La protection des droits des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital* », p. 311, n°157).

¹¹³⁹ La réforme opérée par l'ordonnance de 2004 a rendu possible la modification de la répartition des bénéfices à travers les techniques différentes de l'émission des actions à dividendes prioritaires de droit de vote (l'article L.228-98 laisse une liberté large quant aux instruments choisis pour la modification).

¹¹⁴⁰ Le contrat d'émission prévoit désormais les conditions de la modification de forme ou d'objet social ; de la répartition des bénéfices de l'amortissement de capital ; des modalités de protection des porteurs des valeurs mobilières ; la réservation de droits ainsi que les conditions de souscriptions du rachat ou le remboursement des valeurs mobilières. Le périmètre large conféré aux aménagements potentiels du contrat d'émission a permis d'augmenter une marge de manœuvre des parties dans

196 Les contraintes actuelles liées à la désignation d'un commissaire aux comptes.

Si le régime de protection et d'émission des valeurs mobilières composées semble aujourd'hui harmonisé et favorable à l'émission des BSA, il convient de faire état des difficultés liées aux exigences réglementaires liées à la désignation du commissaire aux comptes.

L'obligation de désigner un commissaire aux comptes ne pèse aujourd'hui plus sur une grande partie des *start-up* grâce à la réforme opérée par la loi PACTE qui a supprimé cette contrainte à l'égard des « *petites entreprises* »¹¹⁴¹. L'ensemble des apports de la loi n'était toutefois pas favorable aux jeunes pousses.

Si elle a exempté un grand nombre d'entreprises du recours à un commissaire aux comptes la loi PACTE a également instauré une nouvelle obligation de désigner un commissaire dans le cadre de la fixation du prix d'émission d'une VMDAC¹¹⁴².

Ce changement, rendant les opérations d'émission de VMDAC plus onéreuses de manière générale, peut avoir une influence particulièrement importante sur les *start-up* souhaitant procéder à une émission de BSA, qui, contrairement aux émetteurs des

l'organisation de la société en sus des pactes d'actionnaires et des statuts (PETRANCOSTA A., « *La protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital après l'ordonnance du 24 juin 2004* », *op.cit.*, n°25 ; BONNEAU T., MAOUCHE S., « *Valeurs mobilières composées* », *op.cit.*, n°54).

¹¹⁴¹ Depuis la transposition de la directive 2013/34 du 26 juin 2013 (relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises, modifiant la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE) les commissaires aux comptes exercent leurs missions de façon proportionnée à la taille des sociétés visées (dans les conditions de l'article L.821-13 du Code de commerce). La loi PACTE a apporté un allègement au regard des PME en exemptant celles qualifiées de « *petite entreprise* » de l'obligation de désigner un commissaire aux comptes (sur ce point : CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Règles particulières aux petites entreprises* », 1418, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023).

¹¹⁴² Une telle obligation pèse sur les sociétés émettrices de valeurs mobilières donnant accès au capital de la loi pacte qui a modifié l'article L.225-138, II du Code de commerce (Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes, « *Questions réponses relatives à l'application de la loi PACTE* », juillet 2019, p. 6).

VMDAC à base obligataire, ne disposent pas nécessairement d'une trésorerie importante.

Outre le caractère coûteux de l'opération, il convient de souligner une difficulté particulière relative à l'exercice de la mission des commissaires aux comptes lors des émissions de BSA Air.

En effet, la détermination du prix d'émission des actions lors de l'émission d'un BSA Air dépend entièrement de la valorisation de la *start-up* retenue à l'occasion d'une levée de fonds ultérieure. Or, le rapport du commissaire aux comptes *ad hoc*, désigné à l'occasion de l'émission de la VMDAC, doit précisément porter sur la fixation du prix de souscription¹¹⁴³.

Cette situation contradictoire, déjà relevée par certains auteurs, est susceptible de soulever des questions sérieuses dans la pratique et paraît constituer un défi à l'égard des praticiens¹¹⁴⁴.

¹¹⁴³ DARBOIS J., *Un pas en avant, un pas en arrière*, op.cit., p. 4.

¹¹⁴⁴ Ibidem.

Conclusion du Chapitre I

197 Les avantages inhérents du capital-investissement du point de vue du financement des *start-up*. Dans le présent chapitre nous avons analysé les caractéristiques juridiques du capital-investissement afin de comprendre dans quelle mesure ce moyen de financement répond aux besoins des jeunes entreprises innovantes. Nous avons également tenté de comprendre les avantages et les inconvénients résultant des spécificités du droit français dans le cadre d'une opération de capital-risque.

Notre analyse a permis de mettre en lumière les avantages résultant de la marge de manœuvre large des capitaux-investisseurs dans la phase de *due diligence* et lors des négociations menées avec la jeune entreprise, ainsi que l'adéquation des droits conférés par les titres de capital non cotés aux objectifs des investisseurs et des *start-up*.

Les capitaux-investisseurs sont mesurés d'évaluer des jeunes pousses de façon précise et tiennent compte des éléments subjectifs (qualité du management ou potentiel de la technologie) dans leur analyse. Les titres de capital et les VMDAC permettent aux investisseurs de profiter du potentiel de croissance de la jeune pousse notamment à travers la revente des titres ou par la perception des dividendes.

Au-delà des avantages du capital-risque nous avons exploré les risques résultant du financement des jeunes entreprises par capital-investissement en examinant notamment les risques liés à la gouvernance de la *start-up* et à la dépréciation des titres de capital.

198 Une évolution du droit français favorable aux *start-up*. Nous constatons que le droit français a connu un assouplissement progressif quant à la liberté conférée aux investisseurs vis-à-vis des aménagements statutaires et extrastatutaires et de l'aménagement des droits attachés aux actions. La marge de manœuvre des investisseurs semble aujourd'hui

très large et connaît, par ailleurs, des frontières floues, le périmètre d'application de la prohibition des clauses léonines n'étant pas clairement défini par la jurisprudence. L'état actuel du droit fait donc peser un risque important sur jeunes pousses en contrepartie de la liberté propre à l'opération de capital-risque.

Nous avons enfin analysé l'adéquation des VMDAC aux besoins des investisseurs de capital-risque et aux jeunes entreprises innovantes. Si une grande partie des VMDAC s'avère inadéquate du point de vue des *start-up*, le cadre juridique français a connu une évolution notable dans ce domaine et a permis l'émergence de produits adaptés aux jeunes pousses (à travers les BSA et, dans une moindre mesure, les OCA), accompagnés d'un régime juridique protecteur bénéficiant aux titulaires de ces instruments.

CHAPITRE II : L'ACCES LIMITE DES *START-UP* AU CAPITAL- INVESTISSEMENT INTERMEDIÉ

199 L'intermédiation dans le cadre d'une opération de capital-investissement.

L'opération de capital-investissement au sens strict correspond à une prise de participation effectuée par une personne physique ou morale au sein d'une société donnée tandis que le capital-investissement, au sens large, peut être défini comme l'ensemble des techniques d'intermédiation permettant à une *start-up* de faire entrer un investisseur à son capital. Les intermédiaires peuvent intervenir dans une opération de capital-investissement à plusieurs niveaux.

Ils peuvent, d'abord, avoir pour objet de mettre en relation l'investisseur et la *start-up* en quête d'un financement par capital¹¹⁴⁵. Il s'agit des incubateurs ou des accélérateurs¹¹⁴⁶ et des réseaux de *business angels*¹¹⁴⁷. L'asymétrie d'information caractérisant le marché du capital-investissement peut toutefois pousser les jeunes

¹¹⁴⁵Une opération de capital-investissement direct, peut rendre nécessaire, en pratique, l'intervention des prestataires permettant de fluidifier l'entrée en relation des parties. Nous ne traiterons pas dans le présent chapitre des plateformes d'investissement participatif (ou *crowdequity*), qui seront abordés au sein de la seconde Partie de la présente thèse. Il s'agit des plateformes des prestataires de service de financement participatif autorisées à fournir des services de placements sans engagement ferme au sens du ii, d), 1. de l'article 2 du Règlement (UE) 2020/1503 du parlement européen et du conseil du 7 octobre 2020 relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entrepreneurs, et modifiant le règlement (UE) 2017/1129 et la directive (UE) 2019/1937.

¹¹⁴⁶Nous avons abordé le rôle des incubateurs et les accélérateurs *supra* n°15 et n°142.

¹¹⁴⁷ Les *business angels*, qui peuvent être définis comme « *personnes physiques qui investissent dans des entreprises prometteuses, à haut potentiel de croissance et qu'ils accompagnent en mettant leurs compétences, leur expérience et leurs réseaux à la disposition du porteur de projet* ». Sur ce point : LEVRATTO N., RAMADAN M., TESSIER L., « Les « *business angels* », révélateurs, plus que moteurs, de l'engagement des entreprises dans l'innovation », Rev. d'économie d'industriel, 157, 1^{er} trimestre 2017 : Varia, p. 104 ; Une définition similaire, mais, à notre sens, moins complète : RAMEAU C., « Les *business angels* en France, Une force en émergence ? », Le journal de l'école de Paris de management, n°63, 2007/1, p. 24.

entreprises innovantes à prendre contact avec les intermédiaires spécialisés dans l'accompagnement des *start-up* quête de levée de fonds (communément appelés « *leveurs de fonds* »)¹¹⁴⁸.

Une autre catégorie d'intermédiaires intervient aux côtés des investisseurs. C'est notamment le cas des sociétés de gestion de portefeuille qui gèrent des fonds de capital-investissement¹¹⁴⁹.

Le rôle de ces sociétés ne se résume toutefois pas à la mise en relation des investisseurs et des *start-up*. Les sociétés de gestion de portefeuille assurent, outre la recherche d'entreprises cibles pour le compte des porteurs de parts (ou actionnaires), la gestion des participations de ces derniers¹¹⁵⁰. Ces intermédiaires permettent de réduire le risque de sélection des sociétés cibles et de mutualiser les risques encourus par les investisseurs initiaux¹¹⁵¹.

¹¹⁴⁸ Avant l'apparition des plateformes d'investissement participatif les *start-up* pouvaient être accompagnées par des *leveurs de fonds*, dont le rôle consiste en l'accompagnement des jeunes entreprises innovantes (rédaction de *business plan*) mais également de l'assistance de ces dernières dans le cadre de leur levée de fonds en les mettant en relation avec les investisseurs. Le cadre réglementaire français semble, dès lors, conférer une flexibilité juridique importante au regard de l'activité de *leveur de fonds* qui peut être exercée par un grand nombre de prestataire intervenant habituellement dans les opérations de levée de fonds des *start-up* (notamment des cabinets d'avocats, cabinet d'audit) au titre du service conseil en haut de bilan défini au 3 de l'article L.321-2, 3° du Code de monétaire et financier. Les conseillers en haut de bilan peuvent accompagner les *start-up* dans la phase précontractuelle en fournissant du conseil financier ou technique aux *start-up* (ou encore aux investisseurs en cas de besoin). Sur ce point : AMF, *Placement non garanti, conseil en investissement et conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle, de fusions et de rachat d'entreprises*, DOC-2018-03, p. 2 et 5. Sur la distinction du placement non-garanti et conseil en haut de bilan : AMF, DOC-2014, *Placement non garanti et financement participatif. Sur l'absence d'agrément pour le service de conseil en haut de bilan : bilan de la consultation publique sur l'activité de conseil en haut de bilan*, 30 septembre 2014. Sur le rôle des *leveurs de fonds* : REDIS Jean, « Contribution à la connaissance de l'accompagnement à la levée de fonds destiné aux jeunes entreprises de croissance : le cas de la France », op.cit., p. 73 à 89 (et notamment p. 81 et s., n°3 et s.).

¹¹⁴⁹ Il s'agit des sociétés de gestion de portefeuille sont autorisées à gérer des fonds d'investissements alternatifs en vertu de l'article L.532-9 du Code monétaire et financier

¹¹⁵⁰ Sur le rôle des sociétés de gestion voir *infra* n°209 et s.

¹¹⁵¹ Sur les avantages résultant du regroupement des moyens, la gestion professionnelle et la mutualisation des risques : MOULIN F., SCHMIDT D., *Les fonds de capital investissement*, Gualino, 5^{ème} édition, 2020, p. 38 à 42.

Pour les besoins de la présente analyse nous désignerons cette forme d'intermédiation par capital-investissement intermédié (ou indirect¹¹⁵²).

200 Les avantages et les contraintes propres au capital-investissement intermédié.

Le capital-investissement intermédié fait peser une responsabilité importante sur l'intermédiaire financier : une personne morale gérant les participations des investisseurs est responsable de la gestion honnête, loyal et professionnelle de ces dernières¹¹⁵³ et doit répondre à des exigences de bonne conduite¹¹⁵⁴ et organisationnelles¹¹⁵⁵. Sa responsabilité civile peut en outre être mise en jeu par des investisseurs en cas de faute de gestion avérée. Un *business angel*, qui ne réalise pas des services pour le compte de tiers, n'est pas soumis à telles contraintes.

La protection accordée par le capital-investissement intermédié peut s'avérer favorable aux investisseurs particuliers et peut leur ouvrir accès à des actifs risqués. Les exigences réglementaires pesant sur les sociétés de gestion de portefeuille sont toutefois susceptibles de les pousser à prendre une participation (à travers des fonds d'investissement) dans les entreprises plus matures (en phase *early stage*) qui disposent déjà de quelques années d'existence.

Dans le cadre de la présente analyse nous nous concentrerons sur les opérations de capital-investissement intermédié réalisées par les sociétés de gestion de portefeuille

¹¹⁵² Nous choisissons dans le cadre de la présente étude d'employer le terme « *capital investissement intermédié* » suivant la distinction faite dans l'ouvrage de Florence Moulin et Daniel Schmidt (MOULIN F., SCHMIDT D., *Les fonds de capital investissement*, op.cit., p. 33 et s.) pour désigner les opérations de capital-investissement réalisées par une société de gestion de portefeuille (ou encore par une personne morale *ad-hoc*). Florence Moulin et Daniel Schmidt opposent « *investissement intermédié* » à « *l'investissement direct* ». Il nous semble toutefois également pertinent d'employer le terme capital-investissement indirect.

¹¹⁵³ L.533-22-2-1 du Code monétaire et financier.

¹¹⁵⁴ Articles L.533-22-2-1 du Code monétaire et financier à L.533-22-2-2 du Code monétaire et financier et s'agissant des SGP gérant des FIA articles 319-1 à 319-27 du Règlement général de l'AMF.

¹¹⁵⁵ Articles 318-1 à 318-62 du Règlement général de l'AMF.

et par les véhicules d'investissement¹¹⁵⁶ au sens large. Nous tenterons dans un premier temps de comprendre les raisons de l'importance de ce moyen de financement au regard des jeunes entreprises innovantes (Section I) afin de s'attarder, dans un second temps, sur les contraintes qui sont propres au capital-investissement intermédié (Section II).

¹¹⁵⁶ Nous définissons comme véhicule d'investissement toute personne morale ayant un rôle lié à la gestion de la participation des investisseurs.

Section I : L'importance du capital-investissement intermédié dans le financement des *start-up*

201 L'intermédiaire et le *business model* des *start-up*. L'intervention des intermédiaires dans le cadre d'une opération de capital-risque dispose de nombreux atouts aussi bien du point de vue des investisseurs que des *start-up*.

D'abord, le modèle d'affaire des sociétés de gestion de portefeuille semble en adéquation avec les besoins des jeunes pousses. La rémunération des sociétés de gestion, contrairement à celle des placeurs, provient essentiellement des frais versés par les porteurs de parts, ce qui est favorable à une jeune entreprise n'ayant qu'une trésorerie faible. Les sociétés de gestion perçoivent, en effet, des commissions de gestion ou *management fees*¹¹⁵⁷ qui peuvent être majorées par une rémunération en cas

¹¹⁵⁷ Article 319-12 du Règlement général de l'AMF (s'agissant des fonds d'investissement alternatifs). Sur ce point : RASSETTO I., STORCK M., « *Sociétés de gestion de portefeuille : fonctions et responsabilité* », Joly Bourse Etudes., date d'actualisation : 18 août 2021, n°138 et s. ; HUY TO V., *Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital-risque français*, op.cit., p. 74. Les principes généraux de la rémunération du pu personnel des sociétés de gestion de portefeuille gérant des fonds d'investissement alternatifs résultent de la Directive AIFM (article 13 de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n ° 1060/2009 et (UE) n ° 1095/2010) ainsi que du règlement délégué du 19 décembre 2013 (Règlement délégué (UE) n ° 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations, les conditions générales d'exercice, les dépositaires, l'effet de levier, la transparence et la surveillance) et de l'article L.533-22-2 du Code monétaire et financier.

de surperformance (*carried interest*¹¹⁵⁸). Cette dernière est versée si la performance du fonds excède un certain seuil (appelé *hurdle rate*)¹¹⁵⁹.

Ayant un modèle d'affaire en adéquation avec les besoins des jeunes entreprises innovantes les sociétés de gestion permettent non seulement de formuler une réponse aux besoins de financement très élevés des *start-up* mais également d'accorder une protection supplémentaire aux investisseurs.

Dans le cadre de l'analyse du capital-investissement intermédié, il convient d'abord d'examiner le rôle des intermédiaires (1§) afin d'aborder, dans un second temps, les spécificités du cadre juridique français et européen favorables au financement des jeunes entreprises innovantes (2§).

1§) L'importance des intermédiaires dans le cadre d'une opération de capital-investissement

202 Les différentes formes de l'intermédiation. Afin de démontrer l'utilité des intermédiaires en matière de capital-investissement, il convient dans un premier temps d'examiner dans quelle mesure l'intermédiation peut apporter une réponse aux besoins en fonds propres importants des jeunes entreprises innovantes (A). Par la suite, il convient d'analyser le degré de protection procuré par les véhicules d'investissement aux porteurs de parts (ou actionnaires) (B).

¹¹⁵⁸ Article 319-13, 3° du Règlement général de l'AMF. Il convient également de mentionner les frais de souscription et de rachat (article 319-14 du Règlement général de l'AMF) et les éventuels avantages (article 24 du Règlement délégué (UE) n° 231/2013). Sur ce point : RASSETTO I., STORCK M., « *Sociétés de gestion de portefeuille : fonctions et responsabilité* ». op.cit., n° 140, 142 et 146. Le *carried interest* représente environ 20% du montant total du profit réalisé par une société de gestion (HUY TO V., *Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital-risque français*, op.cit., p. 72). Sur les lignes directrices de l'AMF et l'encadrement du *carried interest* en France : AMF, *Directive AIFM, guide de rémunération*, août 2013, p. 7, n°8 ; AMF, *Politiques de rémunération applicables aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs*, position AMF, 2013-11, 14 août 2013, p. 6, n°2.

¹¹⁵⁹ HUY TO V. *Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital-risque français*, op.cit., p. 103 ; HAFIED F., *Capital-risque et le financement de l'innovation, Évaluation des start-up, modes de financement, montages*, op.cit. p. 25.

A) Une réponse aux besoins de financement élevés des *start-up*

203 Les difficultés résultant de l'absence d'organisation du marché de capital-risque et la réponse formulée par l'intermédiation. Compte tenu de l'absence d'organisation du marché du capital-risque, les *start-up* doivent faire face à des difficultés importantes dans le cadre de la recherche des fonds nécessaires pour leur croissance. Les titres non cotés ne peuvent être adressés au public dans le cadre d'une levée de fonds seulement en respectant des conditions très contraignantes, qui constituent un véritable obstacle pour la majorité des *start-up*. Le caractère réduit des informations disponibles sur les *start-up* non cotées fait également peser des aléas significatifs sur les investisseurs.

L'intermédiation en matière de capital-risque constitue une réponse aux insuffisances résultant de l'absence d'organisation du marché du capital-investissement. La technique du capital-investissement intermédié donne la possibilité aux investisseurs de concentrer leurs ressources financières afin de d'exercer leur activité de manière professionnelle (1) et constitue un moyen ouvert aux jeunes entreprises pour lever des fonds auprès du public (2).

1) Une concentration des ressources financières des investisseurs professionnels

204 L'intermédiation comme une technique de concentration des ressources financières des investisseurs. Le capital-risque peut s'exercer aussi bien par des personnes physiques que par des personnes morales.

L'activité de capital-risque réalisée par une personne physique, également appelée « *capital-risque informel* », comporte des avantages importants vis-à-vis des *start-up* en phase d'amorçage en raison notamment de sa souplesse¹¹⁶⁰. Les *business angels*,

¹¹⁶⁰ Sur l'adéquation du financement par *business angels* aux *start-up* les plus jeunes : LACHMANN J., *Capital-risque et capital-investissement*, op.cit, p. 30 ; TRABLES D., *Capital-risque, fonctionnement sortie par introduction en bourse, investissement séquentiel et financement de l'innovation*, op.cit., p. 27 ; PREVOST F., *Entrepreneurs quel private equity pour vous accompagner*,

n'étant pas tenus par les obligations pesant sur les sociétés de gestion peuvent opérer un choix subjectif dans le cadre de leur décision d'investissement. Une telle subjectivité peut favoriser l'accès au capital des sociétés qui ne sont pas en mesure de prouver la solidité technique de leur produit ou le potentiel financier de leur société.

En outre, les *business angels* sont souvent des experts d'un domaine déterminé et peuvent faire profiter la jeune entreprise de leur expérience obtenue durant leur passé entrepreneurial¹¹⁶¹. L'accompagnement par un entrepreneur aguerri peut notamment être très intéressant du point de vue d'une *start-up*¹¹⁶².

Les risques élevés encourus par les investisseurs personnes physiques et leurs ressources fréquemment limitées sont toutefois susceptibles de négativement impacter les montants investis¹¹⁶³. Le financement accordé par les personnes physiques peut, dès lors, s'avérer insuffisant pour les *start-up* ayant déjà réalisé des levées de fonds ou ayant des projets de développement technologique qui requièrent une quantité de fonds propres importante.

Rev. Banque, p. 100 et 101 ; CERVEAUX K. L., *Analyse de la pertinence du modèle du capital investissement*, op.cit., p. 63.

¹¹⁶¹ PANDA S., « *Adequacy of agency theory in explaining the venture capitalist-entrepreneur relationship: A firm life-cycle perspective* », *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, Vol 34, n°3, January 2018 p. 321; CHERTOUX G., ZENOU E., « *Gouvernance et dynamique de l'actionariat en situation entrepreneuriale : le cas des Business Angels* », *Rev. de l'Entrepreneuriat*, vol.5, 2006/1, p. 15, n°1.1.

¹¹⁶² MONDHIER C., *Le capital-risque pour le financer la croissance et l'emploi*, *Rev. Banque*, 2008, p. 81 et 82 ; BERTHAUD E., NEUMEISTER B., « *Le rôle des Business Angels dans le financement de la croissance des PME innovantes* », *Annales des Mines - Réalités industrielles*, 2010/02, p. 103 ; CHERTOUX G., ZENOU E., « *Gouvernance et dynamique de l'actionariat en situation entrepreneuriale : le cas des Business Angels* », op.cit., p. 14 et 15, n°1.1. Sur le rôle accélérateur des *business angels* : TESSIER L., RAMADAN M., « *Sélectionner, contrôler et accompagner* », *Rev. de l'entrepreneuriat*, vol. 19, 2020/2, p. 97 à 101, n°1.3.

¹¹⁶³ En raison de leur exposition importante au risque, les investissements réalisés par des *business angels* comprennent généralement des montants moins importants (CAPIZZI V., « *The returns of business angel investments and their major determinants* », *Venture Capital*, Vol. 17, Issue 4, October 2015, p. 272 et 277 ; HORVATH Michael T.K., « *Entrepreneurship class note: Overview of venture capital and start-up financing* », *SSRN Electronic Journal*, 27 February 2002, p. 3).

Afin de financer les jeunes entreprises innovantes se trouvant dans une phase de maturité plus avancée (notamment « *early stage* »), les investisseurs peuvent donc être amenés à concentrer leurs ressources financières au sein d'une personne morale d'une copropriété de valeurs mobilières, communément appelé « *fonds d'investissement* ».

205 La souplesse du droit français favorable à la concentration des ressources financières. Le droit français semble favorable à la mutualisation des ressources des investisseurs et confère une marge de manœuvre importante aux professionnels quant à l'organisation de leurs activités.

Les investisseurs professionnels¹¹⁶⁴ peuvent investir dans des fonds de capital-investissement par objet (ou « autre FIA ») en respectant des formalités très restreintes, qui se résument, sous certaines conditions, à un enregistrement auprès de l'AMF¹¹⁶⁵ et

¹¹⁶⁴ Nous incluons pour les besoins de la présente thèse au sein de la notion d'investisseur professionnel également les investisseurs avertis définis par l'article 423-49, I, 2° du Règlement général de l'AMF. Nous précisons que le droit de la gestion collective emploie à la fois la notion d'investisseur professionnel et celui de client professionnel. L'article L.214-160, I. du Code monétaire et financier (relatif aux fonds professionnels de capital-investissement) renvoie (à travers l'article L.214-44 du Code monétaire et financier) à l'article L.533-16 du Code monétaire et financier concernant la distinction des clients professionnels et non-professionnels. L'article 423-49, I, 2° du Règlement général de l'AMF permet néanmoins la souscription des parts fonds professionnels, au-delà des clients professionnels, aux investisseurs procédant à une souscription initiale supérieure à 100 000 euros et à d'autres catégories d'investisseurs. La directive AIFM emploie l'expression « *investisseur professionnel* » (article 4, 1, ag de la directive 2011/61/UE) mais renvoie à la notion du client professionnel de la Directive MIF I (Annexe I de la directive 2004/39/EC).

¹¹⁶⁵ Ces fonds peuvent être exemptés de l'obligation de désigner une société de gestion sous réserve du respect des seuls indiqués au sein de l'article R.532-12-1 du Code monétaire et financier (indirectement par le IV de l'article L.532-9 du Code monétaire et financier) en vertu du III de l'article L.214-24 du Code monétaire et financier. Ils ne sont pas tenus de désigner de dépositaire en l'absence de clients particuliers. Les seuils applicables résultent de l'article 3 de la directive 2011/61/UE et de l'article 2 du règlement délégué 231/2013. *A contrario* les fonds de placement collectifs par nature, comprenant les FCPR mais également les FPCI et FIP (désignés au II de l'article L.214-24 du Code monétaire et financier) doivent être gérés par une société de gestion agréé (FEYDEL Romain, *Les fonds d'investissement alternatifs (FIA), une complexité juridique nécessaire*, op.cit., n°16). Les autres FIA dont l'encours sous gestion est inférieur aux seuils et qui n'ont pas de client particulier ont soumis néanmoins à un *reporting* à l'égard de l'autorité compétente (AMF, *Questions-réponses relatives à la transposition en droit français de la directive AIFM*, Position AMF n°2013-22, p. 3 ; RIASSETTO

au respect d'un nombre limité de règles en matière organisationnel et de bonne conduite¹¹⁶⁶. Les *business angels* se réunissent fréquemment au sein d'un véhicule dédié à l'investissement également appelée « *société d'investissement de business angels* » (ou « SIBA »¹¹⁶⁷). Les SIBA permettent aux membres d'un réseau d'investisseurs providentiels de mutualiser leurs investissements et offrent aux jeunes entreprises innovantes la possibilité d'obtenir des *tickets* relativement élevés tout en bénéficiant d'un potentiel accompagnement par des professionnels de l'entrepreneuriat. Si ces entités s'apparentent souvent à des sociétés ordinaires, le cadre juridique français permet aux investisseurs de bénéficier d'un régime fiscal avantageux sous réserve du respect des dispositions relatives à la société de capital-risque (ou « SCR »), qui exigent la détention d'un pourcentage de titres non cotés dans le portefeuille géré par le véhicule¹¹⁶⁸.

Outre les véhicules d'investissement prenant la forme d'une société ordinaire le cadre juridique français permet aux sociétés de gestions de portefeuille de constituer des

Isabelle, STORCK M., « *OPC - Produits – FIA* », Études Joly Bourse, date d'actualisation : 15 février 2017, n°518.).

¹¹⁶⁶ Les autres FIA sont notamment soumis aux obligations en matière de publicité (article 421-25 du Règlement général de l'AMF), de bonne conduite en matière de gestion du passif (article 421-26 du Règlement général de l'AMF) et d'évaluation (notamment de la valeur liquidative en vertu de l'article 421-28 du Règlement général de l'AMF et s.) en vertu du renvoi opéré par le III de l'article L.214-24 du Code monétaire et financier.

¹¹⁶⁷ Il est possible de s'interroger si tous les SIBA entrent dans le périmètre des autres FIA (Assemblée nationale, *Amendement N o I-370, présenté par M. de Courson, M. Hillmeyer, M. Maurice Leroy, M. Tahuaitu, M. Tuaiva et M. Zumkeller*, 10 octobre 2014, p. 4) notamment en raison de la frontière floue entre « *véhicule d'investissement* » et « *enveloppe destinée à faciliter l'exploitation en commun d'un ou de plusieurs actifs* » (AMF, *Guide des mesures de modernisation apportées aux placement collectif français*, juillet 2013, p. 3, iv.).

¹¹⁶⁸ Dans un objectif de professionnalisation de la gestion de la société certaines SIBA peuvent faire appel au statut juridique SCR (le guide de France Invest semble assimiler le statut de SIBA et les SCR. Sur ce point : France Invest, *Guide des bonnes pratiques du capital-innovation*, p. 147). Les SCR entrent dans la catégorie des FIA par objet ou « *autres FIA* » mentionnés au II de l'article L.214-24 du Code monétaire et financier et bénéficient d'un régime fiscal avantageux qui consiste en l'exonération de l'impôt sur les sociétés de la société pour les plus-values et les produits (SCHMIDT D., DEMOULIN F., *Les fonds de capital investissement*, op.cit., p. 84 et 85) et d'une souplesse réglementaire par rapport à d'autres types de véhicules d'investissements. Nous abordons les avantages des SCR *supra* au sein du présent paragraphe.

fonds de capital-investissement dédiés aux investisseurs professionnels, après une simple déclaration auprès de l'AMF¹¹⁶⁹. Le droit français a connu une diversification progressive des fonds de capital-investissement destinés aux professionnels, conférant une latitude de plus en plus importante aux investisseurs dans l'organisation de leur activité de capital-risque.

Aujourd'hui les fonds de capital-investissement dédiés aux professionnels connaissent une grande hétérogénéité et comprennent ainsi des véhicules spécialisés dans les opérations de capital-investissement (fonds professionnels de capital-investissement ou « FPCI »)¹¹⁷⁰ mais également des fonds dotés des règles organisationnelles extrêmement souples (les fonds professionnels spécialisés ou « FPS »¹¹⁷¹).

La souplesse du droit français a été par ailleurs récemment renforcé par la création récente de la société de libre partenariat (ou « SLP »)¹¹⁷². Il s'agit d'un fonds

¹¹⁶⁹ Articles L.214-153 du Code monétaire et financiers (Sur ce sujet : RIASSETTO I., STORCK M., « OPC – Produits – FIA », Joly Bouse Études, date d'actualisation : 23 février 2023, n°408 à n°412 pour les FPS et n°436 pour les FPCI).

¹¹⁷⁰ Les FPCI doivent seulement être déclarés à l'AMF et n'ont pas à être agréés (Articles L.214-159 et s. du Code monétaire et financier). La constitution d'un FPCI est toutefois soumise à des conditions plus restrictives en termes de composition d'actifs qu'un FPS. Les règles d'investissement des FPCI sont régies par les articles R.214-204 et R.214-205 du Code monétaire et financier, qui renvoient aux règles d'investissement des FCPR (articles R.214-34 à R.214-46 du Code monétaire et financier). Les FPCI sont, en principe, soumis au quota d'investissement de 50% dans les titres de capital non cotés.

¹¹⁷¹ En présence d'un FPS les règles d'investissements sont fixées par le règlement et les statuts en vertu de l'article L.214-157 du Code monétaire et financier. Les FPS sont issus de la fusion des anciens OPCVM contractuels et des FCPR contractuels (ayant eu lieu par l'ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013). Les FCPR contractuels ont été créés par la loi LME (2018-776 du 8 août 2018, article 35). Sur ce point : DEVÈZE J. et al., « Les fonds professionnels spécialisés (anciens fonds commun de placement à risques ((FCPR) contractuels), 1393, », Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

¹¹⁷² La SLP a été créée par loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques. Cette catégorie de fonds, régie par les articles L.214-162-1 à L.214-162-12 du Code monétaire et financier et inspirée de la SCA, a ouvert la voie aux investisseurs de capital-risque pour constituer des véhicules adaptés sous forme de société en augmentant la marge de manœuvre quant à l'organisation des rapports entre investisseurs et gestionnaires (notamment à travers la constitution des véhicules de capital-investissement autogérés). La SLP, grâce à ses atouts est devenue un véhicule populaire dans le cadre des opérations de capital-investissement en raison de sa souplesse. Sur ce point : RIASSETTO I., STORCK M., « OPC – Produits – FIA », op.cit., n° 468 ; SCHMIDT D., DEMOULIN

professionnel constitué sous forme de société inspiré des *limited partnership* anglais¹¹⁷³.

En raison de leur souplesse organisationnelle et la facilité de leur constitution les FPS, les SLP et les FPCI font partie des véhicules convoités par les capitaux-investisseurs et sont couramment utilisés pour financer des jeunes pousses.

2) *L'accès au financement par le public grâce au capital-investissement intermédié*

206 Les difficultés liées à l'Offre au public de titres et au démarchage bancaire et financier du point de vue des *start-up*. Un autre avantage majeur du capital-investissement intermédié, outre la possibilité de la concentration des ressources financières des investisseurs, est la possibilité conférée à certains véhicules d'investissement de lever des fonds auprès du public et de démarcher ce dernier.

Comme indiqué au cours des développements précédents, la commercialisation des titres de capital émis par les sociétés non cotées auprès du public s'avère, en effet, fortement limitée en droit français. Les jeunes entreprises innovantes non cotées ne peuvent, en principe, pas s'adresser au public dès lors que les titres émis n'ont pas fait l'objet de prospectus visé par l'AMF¹¹⁷⁴. En outre, le démarchage sur les titres non coté est prohibé. Seuls les investisseurs qualifiés peuvent être sollicités pour acquérir ces titres¹¹⁷⁵.

F., *Les fonds de capital investissement*, op.cit, 284 et s. Cette forme sociale permet de compléter le régime juridique relativement lourd des SCR (POITRINAL F.-D., *Le capital investissement : guide juridique et fiscal*, op.cit., p. 166 et s., n°178 et s.). S'agissant la fiscalité des investisseurs de la SLP sont assimilés, en vertu de l'article L.214-154 du Code monétaire et financier à des FPS.

¹¹⁷³ RASSETTO I., « *La société de libre partenariat, un nouveau fonds d'investissement professionnel dans le paysage de la gestion collective française* », Bull. Joly Bourse, n°10, 1er octobre 2015 (p. 445 à 451), n°1 et s.

¹¹⁷⁴ Sauf en cas de Placement privé qui reste également une opération contraignante comme indiqué *supra* n°100. Le cas du financement participatif sera abordé au sein des Chapitre I et II du Titre I de la Seconde partie.

¹¹⁷⁵ Compte tenu de la définition large du démarchage, la sollicitation des investisseurs particuliers, dans un objectif de vente des titres non cotés, semble très restreint, voire exclue. Nous avons abordé les incidences du caractère large de la définition du démarchage *supra* n°88.

207 Une réponse aux difficultés. Le recours au capital-investissement intermédié permet cependant de pallier l'interdiction de la sollicitation du public par les sociétés non cotées. Si, en effet, un grand nombre de des jeunes entreprises innovantes ne sont pas en mesure de procéder à une Offre au public de titres, elles peuvent néanmoins bénéficier des fonds apportés par le public de manière indirecte, à travers un véhicule de capital-investissement.

Les sociétés de gestion de portefeuille agréés auprès de l'AMF commercialisant des fonds communs de placement à risque (ou « FCPR »), des fonds communs de placement dans l'innovation (« FCPI ») ou fonds de commun de proximité (ou « FIP ») ou encore les fonds européens d'investissement à long terme (« ou ELTIF »)¹¹⁷⁶, sont en effet, être habilités à lever des fonds auprès du public et permettent ainsi de formuler une réponse aux *start-up* qui ont par des besoins en fonds propres élevés¹¹⁷⁷.

Dans le cadre d'une telle levée de fonds, les obligations d'information résultant de la réglementation ne pèsent pas sur la *start-up*, mais bien sur la société de gestion¹¹⁷⁸. Cette répartition offre une position favorable aux jeunes entreprises en ce qu'elle leur permet d'échapper aux contraintes résultant du Règlement prospectus.

Il convient enfin de mentionner que les sociétés de gestion (ainsi que les gestionnaires d'EuVECA¹¹⁷⁹) peuvent également procéder aux actes de démarchage dans le cadre de

¹¹⁷⁶ Le 9° de l'article L.411-3 du Code monétaire et financier autorise les organismes de placement collectifs à procéder à une offre au public par dérogation à l'article L.411-1 du Code monétaire et financier. Nous aborderons les règles applicables aux FCPR, les FCPI et les FIP *infra* n°217 et s. Les dispositions régissant les fonds ouverts à des investisseurs non professionnels : L.214-24-24 au L.214-26-2 du Code monétaire et financier et articles 422-1 à 422-252 du Règlement général de l'AMF).

¹¹⁷⁷ Le 9° de l'article L.411-3 du Code monétaire et financier autorise les organismes de placement collectifs à procéder à une offre au public par dérogation à l'article L.411-1 du Code monétaire et financier. Les FCPI et les FIP font également partie de ces fonds (les dispositions régissant les fonds ouverts à des investisseurs non professionnels : L.214-24-24 au L.214-26-2 du Code monétaire et financier et articles 422-1 à 422-252 du Règlement général de l'AMF)

¹¹⁷⁸ Nous abordons ces obligations d'informations *infra* n°209

¹¹⁷⁹ Nous aborderons plus en détail cette catégorie de fonds *infra* n°222

la commercialisation des actions ou parts de fonds qu'elles gèrent¹¹⁸⁰ ce qui permet pallier l'interdiction des actes de démarchage sur les titres non cotés.

Si le capital-investissement intermédié s'avère un outil précieux du point de vue des *start-up* ce moyen de financement reste également très utile du point de vue des investisseurs.

B) Une protection des investisseurs grâce à l'intermédiation

208 L'utilité du recours au capital-investissement intermédié du point de vue des investisseurs. Les investisseurs personnes physiques ne peuvent s'appuyer que sur leurs propres ressources ou leur expérience¹¹⁸¹ ainsi que sur les techniques contractuelles¹¹⁸² afin de réduire le risque lié à leur investissement.

L'intermédiation semble donc essentielle du point de vue des particuliers sans expérience professionnelle considérable en matière d'investissement mais peut également sembler utile pour les professionnels qui ne souhaitent simplement pas gérer leurs participations de manière active.

Il convient cependant de souligner que tous les véhicules de capital-investissement ne fournissent pas le même degré de protection aux investisseurs. Les autres FIA, comme les SIBA, ne sont pas tenus de faire appel à une société de gestion et leur fonctionnement se rapproche de la gouvernance d'une société commerciale ordinaire.

¹¹⁸⁰ Les sociétés de gestion de placement collectifs peuvent se livrer aux actes de démarchage « *en vue de la souscription des titres financiers émis par les placements collectifs dont elles assurent la gestion* » en vertu de l'article L.341-3, 1° du Code monétaire et financier.

¹¹⁸¹ Les *business angels*, disposent généralement d'une expérience entrepreneurial importante qui permet de pallier à l'asymétrie d'informationnelle importante présente en cas de prises de participation directe : REDIS J., CHERTOUX G., DMERENS F., PARE J.-L., « *Les déterminants de la stratégie d'investissement des business angels : le cas de la France* », *Gestion* 2000, Vol. 32, 2015/05, p. 62.

¹¹⁸² Sur les spécificités dans l'entrée en relation avec les *start-up* : GUSSEN B., « *Informal Venture Capital : consilitation ismus nexus* », 2003, p. 50 et 51 Sur les clauses employées par les *business angels* : DARIAN M. Ibrahim, « *The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors* », *Vanderbilt Law Review*, Vol. 61, p. 1405, 2008, Arizona Legal Studies Discussion Paper No. 07-16, p. 1420.

Cette liberté, propre aux SIBA peut s'avérer pénalisante au regard des investisseurs sans expérience.

Par souci de simplicité nous nous concentrerons dans le cadre de la présente analyse sur les obligations incombant aux sociétés de gestion de portefeuille agréées par l'AMF au sens de la directive AIFM¹¹⁸³ et notamment sur les fonds d'investissement par nature¹¹⁸⁴.

Nous analyserons dans un premier temps les principaux avantages résultant du recours au capital-investissement intermédié du point au regard de la protection des investisseurs (1). Nous examinerons par la suite les évolutions du droit français permettant de protéger les investisseurs contre la prise de risque excessif (2).

1) Les principaux avantages résultant du recours au capital-investissement intermédié

209 Les avantages résultant des règles organisationnelles et de bonne conduite de la société de gestion. Le recours à une société de gestion présente une solution à l'asymétrie informationnelle très élevée à laquelle les investisseurs font face en présence d'une *start-up*. Les porteurs de parts confient la tâche de la sélection des sociétés cibles à la société de

¹¹⁸³ Nous traiterons donc les fonds de capital-investissement gérés par les sociétés de gestion désignées aux I et II de l'article L.532-9 du Code monétaire et financier. Il convient de préciser que le recours à une société de gestion de portefeuille reste toutefois nécessaire, en présence des investisseurs particuliers, qui constituent la catégorie d'investisseur la plus exposée aux risques résultant du financement des *start-up*. Les fonds communs de placement visés au II de l'article L.214-24 du Code monétaire et financier doivent, en effet, désigner une société de gestion (qui doit être soumise à l'intégralité de la directive AIFM en cas de dépassement des seuils indiqués dans l'article du règlement délégué (UE) 231/2013). L'agrément de société de gestion de portefeuille pour la gestion d'un fonds d'investissement alternatif est régi par l'article 316-3 du Règlement général de l'AMF et par l'article L.532-9 du Code monétaire et financier. L'instruction relative à la demande d'agrément : AMF, *Procédure d'agrément des sociétés de gestion de portefeuille, obligations d'information et passeport*, Instruction AMF, DOC-2008-03.

¹¹⁸⁴ S'agissant des fonds d'investissement par nature : RIASSETTO I., STORCK M., « OPC - Produits-FIA », op.cit., n°514.

gestion¹¹⁸⁵. Cela présente une facilité importante au regard des particuliers compte tenu de la complexité de l'aménagement des pactes d'actionnaires ou le statut lors de la négociation avec jeune entreprise innovantes.

Le suivi de l'investissement ainsi que la sortie du capital est également réalisé par la société de gestion les porteurs des parts étant limités dans l'exercice de leurs droits politiques¹¹⁸⁶. Dans ce cadre la société de gestion confère également une protection supplémentaire aux porteurs des parts contre les risques résultant du contrôle des sociétés cibles. La gestion de fonds est réalisée par une équipe dédiée de taille suffisante¹¹⁸⁷, qui dispose des qualifications, des connaissances et de l'expertise pour exercer leurs fonctions¹¹⁸⁸. Ces équipes sont en effet soumises à des règles de bonne conduite et doivent agir en respectant la primauté de l'intérêt des porteurs des parts¹¹⁸⁹, le traitement équitable de ces derniers¹¹⁹⁰ et la gestion saine et prudente de la société¹¹⁹¹. Elles doivent exécuter de façon honnête, loyal et professionnelle¹¹⁹² la stratégie

¹¹⁸⁵ Sur l'objectif de la société de gestion de portefeuille : RIASSETTO I., STORCK M., « *Sociétés de gestion de portefeuille : fonctions et responsabilité* », op.cit., n°8.

¹¹⁸⁶ Au sein d'un FCP les porteurs des parts renoncent à l'exercice des droits attachés aux actions en vertu des articles L.214-8-8 et 214-24-42 du Code monétaire et financier (sur ce point : COUPET C., « *Associé - La notion d'associé* », op.cit., n°99 à n°103).

¹¹⁸⁷ Le gestionnaire doit en effet maintenir des moyens humains suffisants (Article L.533-10, I du Code monétaire et financier et 318-7 du Règlement général de l'AMF). Sur ce point : STORCK M., « *Sociétés de gestion de portefeuille – statut, gestion collective (OPCVM-FIA)* », Fasc.2210, JCl. Banque – Crédit – Bourse, date d'actualisation : 1^{er} juillet 2023, n°83 et n°113.

¹¹⁸⁸ Article 312-23 du Règlement général de l'AMF. Cette obligation résulte du règlement délégué (UE) n° 231/2013, article 22. Sur ce point : Position recommandation AMF, *Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des placements collectifs autogérés*, DOC-2012-19, date d'actualisation : 21 juillet 2023, p. 27 et STORCK M., « *Sociétés de gestion de portefeuille – statut, gestion collective* » (OPCVM-FIA), op.cit., n°85.

¹¹⁸⁹ Articles 319-1 à 319-3 du Règlement général de l'AMF, articles L.533-22-2-1 du Code monétaire et financier et 214-24-3 du Code monétaire et financier (STORCK M., « *Sociétés de gestion de portefeuille – statut, gestion collective (OPCVM-FIA)* », op.cit., n°113 et s.).

¹¹⁹⁰ L'article 319-3, 6° du Règlement général de l'AMF (STORCK M., « *Sociétés de gestion de portefeuille – statut, gestion collective (OPCVM-FIA)* », op.cit., n°117).

¹¹⁹¹ Article L.532-9, II, 4° du Code monétaire et financier.

¹¹⁹² Articles 319-3, 1° du règlement général de l'AMF et article L.533-22-2-1, al. 1. du Code monétaire et financier. Sur ce point : STORCK M., « *Sociétés de gestion de portefeuille – statut, gestion collective (OPCVM-FIA)* », op.cit., n°121 et s. ; RIASSETTO I., STORCK M., « *Sociétés de gestion de portefeuille : fonctions et responsabilité* », op.cit., n°108 et n°109.

communiquée dans le document de présentation des fonds. Les porteurs de parts disposent donc des garanties quant à la compétence des personnes procédant à l'exercice délicat de l'investissement au sein des jeunes entreprises innovantes.

210 Les atouts résultant des ratios de diversification et de la possibilité du blocage des investissements. Outre les règles pesant sur les sociétés de gestion, il convient d'insister sur deux caractéristiques des fonds de capital-investissement résultant du cadre juridique français, qui s'avèrent essentielles au regard du financement des jeunes entreprises innovantes.

Les fonds de capital-investissement sont, en effet, soumis, en droit français, à des règles exigeant une certaine diversification du portefeuille d'actifs sous gestion. Cet aspect semble particulièrement important en matière de *start-up* les titres de capital de jeunes pousses étant des actifs souvent peu liquides. Cette diversification est assurée en droit français essentiellement à travers trois différents ratios applicables aux différents fonds de capital-investissement¹¹⁹³. Ces derniers doivent respecter des ratios d'investissement¹¹⁹⁴ mais également : un ratio de dispersion¹¹⁹⁵ et un ratio d'emprise¹¹⁹⁶ exigeant que les investissements soient réalisés dans les actifs relevant des catégories différentes limitant ainsi le degré d'exposition des fonds au sein des sociétés cibles.

¹¹⁹³ Le respect de ces ratios est nécessaire afin de bénéficier des avantages fiscaux mais également pour d'éviter des sanctions administratives (sur les obligations déclaratives liées aux ratios d'investissement et de structuration des FCPR et les sanctions en cas de non-respect : SCHMIDT D., DEMOULIN F., *Les fonds de capital investissement*, op.cit., p. 403 et s. (pour les ratios d'investissement) et 410 pour (pour les ratios de structuration)). S'agissant du FPCI : SCHMIDT D., DEMOULIN F., *Les fonds de capital investissement*, op.cit., p. 232 et s.

¹¹⁹⁴ Articles L.214-28 (FCPR) ; 214-30 (FCPI) et L.214-31 (FIP) du Code monétaire et financier ; les appliquent les ratios d'investissement des FCPR en vertu de l'article L.214-159 du Code monétaire et financier. SCHMIDT D., DEMOULIN F., *Les fonds de capital investissement*, op.cit., p. 365 et s. (pour les FCPR) et 205 et s. (pour FPCI).

¹¹⁹⁵ Articles R.214-36, II (FCPR) R.214-48, II (FCPI) et R.214-66, II (FIP) du Code monétaire et financier. Pour les FPCI : article R.214-205 du Code monétaire et financier. Sur ce point : SCHMIDT D., DEMOULIN F., *Les fonds de capital investissement*, op.cit., p. 235 (pour les FPCI) 405 à 407 (pour les FCPR).

¹¹⁹⁶ Articles R.214-39 (FCPR), R.214-52 (FCPI) et R.214-70 (FIP) du Code monétaire et financier. Pour les FPCI : R.214-205 du Code monétaire et financier. Sur ce point : SCHMIDT D., DEMOULIN F., *Les fonds de capital investissement*, op.cit., p. 235 et 236 (pour les FPCI) 408 à 409 (pour les FCPR).

Le cadre juridique français de gestion collective ouvre la possibilité de la réalisation de stratégies complexes sur les actifs à haut risque grâce à la possibilité de bloquer les fonds levés pendant une certaine période au sein des nombreuses catégories fonds d'investissement¹¹⁹⁷.

La possibilité de mettre en place une période de blocage des fonds collectés s'avère, en effet, indispensable pour les fonds gérant les actifs illiquides dans la mesure où elle permet de prévenir les éventuelles demandes de remboursement¹¹⁹⁸ des investisseurs et de réaliser une gestion conforme au cycle de vie d'une *start-up* (qui, sur le plan théorique, peuvent arriver en phase d'expansion qu'au bout de 4-6 ans à la suite de la réception du premier tour du financement)¹¹⁹⁹.

2) *Une protection contre la prise de risque excessif renforcé par le droit français et européen*

211 Une protection résultant des obligations de bonne conduite des sociétés de gestion de portefeuille. Si le recours à une société de gestion de portefeuille comporte des avantages indéniables vis-à-vis des particuliers en matière de capital-investissement intermédiaire, la protection fournie aux investisseurs reste incomplète en l'absence

¹¹⁹⁷ L'article L.214-28 du Code monétaire, VII du Code monétaire et financier pour les FCPR. Sur la durée de blocage des FCPR : RIASSETTO I., STORCK M., « *OPC - Produits – FIA* », op.cit., n°186 (les FCPI et les FIP suivent les règles de FCPR sur ce point). La règle est différente en matière de fonds professionnel de capital investissement depuis la transposition de la directive AIFM qui peuvent avoir une durée de vie plus élevée que 10 ans (L214-160, III du Code monétaire et financier). La même règle s'applique aux FPS (L.214-157, I. du Code monétaire et financier) et aux SLP (article L.214-162-8, I, 1° du Code monétaire et financier).

¹¹⁹⁸ Le remboursement immédiat des porteurs des parts ou actionnaires nécessite que la société de gestion puisse rendre immédiatement liquide les titres financiers en question (SCHMIDT D., DEMOULIN F., *Les fonds de capital investissement*, op.cit., p. 184 et p.185). La cession immédiate des actifs sous-jacents reste toutefois complexe en présence de sociétés non cotées.

¹¹⁹⁹ Sur le cycle du capital-risque : HAFIED F., *Capital-risque et le financement de l'innovation, Évaluation des start-up, modes de financement, montages*, op.cit., p. 26., n°4.1.

d'informations appropriées sur l'ampleur du risque pris¹²⁰⁰. L'investissement au sein des jeunes entreprises innovantes comporte, en effet, un risque très élevé, qui peut s'avérer excessif pour certains particuliers. Afin d'informer les investisseurs de manière appropriée des risques liés aux fonds de capital-investissement commercialisés, la société de gestion¹²⁰¹ doit, dans un premier temps, procéder à l'évaluation de la connaissance du client et des caractéristiques produit et informer son client du risque que présentent ces derniers. Les obligations relatives à l'évaluation et les obligations informationnelles pesant sur les sociétés de gestion se sont considérablement renforcées au fil des années.

212 Renforcement de l'obligation liée à la connaissance des clients et de la gouvernance des instruments financiers commercialisés. Le droit français a connu une évolution favorable concernant la protection des investisseurs à travers les Directives MIF I¹²⁰² et MIF II¹²⁰³ qui ont profondément transformé les obligations incombant aux sociétés de gestion et aux entreprises d'investissement¹²⁰⁴ (qui forment, avec les établissements

¹²⁰⁰ Les investisseurs se trouvent dans une situation de dépendance des informations mises à leur disposition par les sociétés de gestion de portefeuille. De plus, en confiant la tâche de la sélection à la société de gestion les investisseurs deviennent soumis à un aléa moral existant entre la société de gestion et lui-même. Sur ce point : HUY TO V., *Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital-risque français*, op.cit, p. 98 à 102 (sur les risques d'agences existants entre investisseur et gestionnaire de fonds de capital-risque). L'auteur mentionne comme solutions les aménagements des modalités de la rémunération de gestionnaire (permettant aligner les intérêts des parties) ainsi que les informations périodiques (HUY TO V., *Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital-risque français*, op.cit. 102 à 105).

¹²⁰¹ Ou le prestataire distributeur (nous aborderons ce sujet en détail au prochain paragraphe).

¹²⁰² Directive 2004/39/CE.

¹²⁰³ Directive 2014/65/UE.

¹²⁰⁴ Le cadre juridique a obtenu forme actuelle à travers l'ordonnance n°17-1107 du 22 juin 2017 (relative aux marchés d'instruments financiers et à la séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille de celui des entreprises d'investissement) transposant la Directive MIF I qui a séparé régime juridique des entreprises d'investissements et celui des sociétés de gestion. Les mesures de transpositions françaises ont distingué les sociétés de gestion de portefeuille des entreprises d'investissement (instaurant des règles de bonne conduite propres à ces dernières aux seins des articles L.533-22-1 et L.533-22-2 du Code monétaire et financier). Sur l'évolution du statut de société et de gestion et d'entreprise d'investissement : DEVÈZE J. et al., « *Évolution du statut* », 1426, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022 ; RIASSETTO I., STORCK M., « *La séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille et celui d'entreprise d'investissement* », RDBF n° 4, Juillet 2017, étude 17, (p. 15 à 19). RASSETTO I., DUGUAY N., «

crédit, les prestataires de services d'investissement¹²⁰⁵).

Les directives ont en effet, instauré des exigences strictes liées à l'évaluation de la connaissance des clients et des produits et les services proposés à la charge des sociétés de gestion distributeurs d'organismes de placement collectif (ou « OPC »)¹²⁰⁶, exerçant des services d'investissement à titre accessoire et les autres prestataires distributeurs d'OPC¹²⁰⁷. Nous notons qu'en parallèle de cette évolution, initiée par les directives

AIFM, OPCVM, MIF : quel périmètre d'activités pour l'agrément des sociétés de gestion de portefeuille ? », Bull. Joly Bourse, n°01, (p. 45 à 55), 31 janvier 2014.

¹²⁰⁵ Articles L.531-0 à L.533-33 du Code monétaire et financier.

¹²⁰⁶ Aujourd'hui sociétés de gestion « distributeurs » désignent les sociétés de gestion qui fournissent, à titre dérogatoire, un service de conseil en investissement (5° de l'article L.321-1 du Code de commerce), gestion de portefeuille pour le compte de tiers (4° de l'article L.321-1 du Code de commerce) ou de la réception et transmission d'ordres (1° de l'article L.321-1 du Code de commerce). Les sociétés de gestion de portefeuille peuvent fournir un service de conseil en investissement financier, de gestion de portefeuille et de réception et transmission d'ordres en vertu du 1° et 2° et 3° du VI de l'article L.532-9 du Code monétaire et financier et de l'article 6, 4 de la directive 2011/61/UE (STORCK M., « Sociétés de gestion de portefeuille – statut, gestion collective (OPCVM-FIA) », op.cit., n°48). Sur l'application du terme « distributeur » aux sociétés de gestion de portefeuilles exerçant des activités autres que la gestion collective : MARTY G., « MIF 2 et la commercialisation des instruments financiers », Bull. Joly Bourse, n°06, 1^{er} novembre 2018, p. 375 ; AMF, *MiF 2, Guide sociétés de gestion de portefeuille*, date d'actualisation : 6 février 2017, p. 14. La Directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 définit les distributeurs uniquement à travers la notion d'entreprise d'investissement dans son consid. 15 et son article 10. Lorsque les sociétés de gestion de portefeuille sont agréées pour un ou plusieurs services d'investissement en vertu du 1° et 2° et 3° du V de l'article L.532-9 du Code monétaire et financier elles doivent se conformer aux règles applicables aux sociétés de gestion de portefeuille et aux entreprises d'investissement (article L.532-9, VII du Code monétaire et financier qui transpose l'article 6, 6 de la directive AIFM). Sur ce point : STORCK M., RIASSETTO I., « Sociétés de gestion de portefeuille : fonctions et responsabilité », op.cit., n°48 et n°50. Enfin, la société de gestion qui agit en qualité de centralisateur d'ordres doit respecter les exigences en matière d'exécution de l'ordre pour le compte de tiers. Sur le statut du centralisateur d'ordres : articles 422-44 et 422-45 du Règlement général de l'AMF. Sur les cas de figure où la société de gestion est susceptible d'exécuter des ordres pour le compte de tiers : AMF, *L'application des règles de bonne conduite lors de la commercialisation de parts ou actions d'OPCVM ou de fia par les sociétés de gestion de portefeuille, les sociétés de gestion et les gestionnaires*, DOC-2008-04, date d'actualisation : 23 octobre 2018, article 3 et article 421-26 du Règlement général de l'AMF. Sur les différentes entités pouvant agir en qualité de centralisateur d'ordres : article L.214-25-46 du Code monétaire et financier.

¹²⁰⁷ Nous désignons comme « prestataires distributeurs » d'une part les entreprises d'investissement (article L.531-4 du Code monétaire et financier) distributeurs des organismes de placement collectifs. Les entreprises d'investissement concernées sont celles qui fournissent de service de conseil en investissement (5° de l'article L.321-1 du Code de commerce), gestion de portefeuille pour le compte

MIF, le régime juridique des sociétés gestion a connu une évolution considérable sous l'influence des directives OPCVM et AIFM¹²⁰⁸. Les sociétés de gestion ou les prestataires distributeurs doivent aujourd'hui procéder à un test d'adéquation¹²⁰⁹ en cas

de tiers (4° de l'article L.321-1 du Code de commerce) et de réception et transmission d'ordres (1° de l'article L.321-1 du Code de commerce) ou d'exécution d'ordres pour le compte de tiers (2° de l'article L.321-1 du Code de commerce). Le droit français connaît le statut du conseiller en investissement financiers services (article L.541-1 du Code monétaire) qui fait également partie des prestataires distributeurs. Ce statut est apparu avec la loi n° 2003-706 du 1 août 2003 de sécurité financière (article 55). Les conseillers en investissements financiers doivent suivre les règles analogues aux PSI en matière de bonne conduite en vertu de l'article L.541-4 et s. du Code monétaire et financier et 325-7 à 325-17 du Règlement général de l'AMF. L'accès au statut de CIF n'est toutefois pas soumis à l'agrément, mais à une simple adhésion auprès d'une association professionnelle agréées par l'AMF (L.541-4 du Code monétaire et financier). En droit français c'est l'ordonnance de n°2007-544 du 12 avril 2007 (article 2) transposant la Directive MIF II qui a classé le conseil en investissement parmi les services d'investissement.

¹²⁰⁸ Avant la loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière le cadre juridique français (et européen) a restreint le périmètre d'activité des sociétés de gestion relevant l'article L.214-25 du Code monétaire et financier à la seule gestion d'OPCVM (en raison des contraintes issues de la directive OPCVM I : Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Ainsi seules celles relevant l'article L.532-9 du Code monétaire (soumises à la directive DSI) pouvaient fournir des services d'investissements. Après l'entrée en vigueur de la loi de sécurité financière, malgré le statut unique de société de gestion au sein de l'article L.532-9 du Code monétaire et financier, l'AMF continuait à distinguer les sociétés de gestion « type 1 » (soumises à la directive OPCVM III : directive 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés) et « type 2 » (soumises à la directive DSI). La loi de la sécurité financière a néanmoins autorisé l'exercice du service de conseil en investissement, en vertu de l'ancien article 322-1 du règlement général de l'AMF et la gestion sous mandat en vertu de l'ancien article 312-3 du Règlement général, pour les sociétés de gestion « type 1 » soumises à la directive OPCVM III. Sur la distinction des sociétés de gestion de type 1 et type 2 en matière de services connexes : AMF, *Mise en place du prospectus des OPCVM et évolutions réglementaires relatives au statut des sociétés de gestion (modalités d'information et d'échange avec l'AMF, Position de l'AMF du décembre 2004)*. Après la transposition de la directive AIFM, les sociétés de gestion agréées AIFM pouvaient fournir également de la réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers (AMF, *Guide AIFM. Société de gestion*, 23 avril 2023., p. 11). Sur cette évolution : STORCK M., RIASSETTO I., « *Sociétés de gestion et la gestion de portefeuille* », Bull. Joly Bourse n°05, 1 septembre 2007, (p. 584 à 601), n°14. BONNEAU T., « *Statut de membre de marché réglementé* », Dr. sociétés, n° 3, Mars 2006, comm. 44, (p.35 à 36) ; DEVÈZE J. et al., *Évolution du statut*, op.cit, section c).

¹²⁰⁹ Article L.533-13, I du Code monétaire et financier.

de fourniture du conseil en investissement financier ou de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, sur chaque investisseur potentiel à l'occasion de l'entrée en relation. Elles doivent, par ailleurs, réaliser un test d'appropriation en cas de fourniture d'autres services d'investissement (les services concernés sont l'exécution d'ordre pour le compte de tiers et le service de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers, étant précisé que les sociétés de gestion ne peuvent être agréés que pour cette dernière)¹²¹⁰.

Les tests d'adéquation et d'appropriation ont pour avantage de permettre au prestataire de comprendre si le profil de risque du client futur (compte tenu de sa connaissance et son expérience) est adéquat ou non au regard des produits et services proposés¹²¹¹. De plus, ils permettent au client d'être informé en cas de non-adéquation de son profil à la prestation envisagée¹²¹².

¹²¹⁰ Il convient de préciser que les sociétés de gestion peuvent fournir la réception transmission d'ordres pour le compte de tiers en vertu de l'article L.532-9, VI, 3° du Code monétaire et financier. Article L.533-13, II du Code monétaire et financier.

¹²¹¹ Sur l'exigence de l'adéquation : STORCK M., « *Le profilage du client dans le cadre d'un service de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille : application dans le temps* », Bull. Joly Bourse, n°03, (p. 141 à 148), 1^{er} mai 2018. Sur un exemple récent de manquements relatifs à l'évaluation de la connaissance et de l'expérience des clients d'un PSI commercialisant des FIP et FCPI (Crédit Mutuel Arkéa): STORCK M., « *Le contrôle par l'AMF de l'exigence d'adéquation de transactions recommandées par un PSI portant sur des FIA de capital investissement* », RDBF n° 6, Novembre 2021, comm. 169, (p.67 à 68).

¹²¹² L'obligation du prestataire d'avertir son client en cas produit ou service inadapté existe aussi bien en matière de conseil en investissement et gestion de portefeuille qu'en cas de fourniture d'autres services d'investissement (article L.533-13, II du Code monétaire et financier et article 25 de la directive 2014/65/UE). Les prestataires fournissant du conseil en investissement ou un service de gestion de portefeuille doivent, par ailleurs, s'abstenir de recommander des produits ou des services si aucun de ceux-ci ne s'avère adéquat au profil du client (article 54, 8 du Règlement délégué (UE) 2017/565) et doivent remettre au client de détail une déclaration d'adéquation lorsqu'ils décident de fournir un service de conseil d'investissement (article 25, 6, de la directive 2014/65/UE et l'article L.533-15 du Code monétaire et financier). Le test d'appropriation ne suppose pas d'abstention en cas d'inadéquation du produit ou de service (article 55 du Règlement délégué (UE) 2017/565). Sur la différence entre les différents tests sous le régime de la Directive MIF I : VABRES R., « *Prestataire de service d'investissement - Obligation de mise en garde* », Dr. sociétés, n° 7, Juillet 2016, comm. 129, p.33. Le test d'appropriation est une évaluation dont le périmètre est limité. Les prestataires que ne fournit que le service d'exécution d'ordres (« *execution only* ») n'est par ailleurs pas tenu de l'accomplir en vertu de l'article 57 Règlement délégué (UE) 2017/565 et le III de l'article L.533-13 du

Si l'obligation d'évaluation pesait sur les prestataires de services d'investissement depuis la loi MAF sur le fondement de l'article L.533-4 du Code monétaire et financier¹²¹³ il n'en était pas de même quant à l'obligation de mise en garde.

Celle-ci disposait seulement d'un fondement jurisprudentiel (dégagé de l'arrêt « *Buon* »¹²¹⁴). De plus, le champ d'application de l'obligation de mise en garde était doublement limité. Elle était réservée aux clients non-avertis et concernait seulement les opérations spéculatives¹²¹⁵. Cette situation a changé avec la transposition de la Directive MIF I, qui a instauré une obligation de mise en garde d'origine légale au sein de l'article L.533-13 du Code monétaire et financier¹²¹⁶ (sans pour autant effacer

Code monétaire et financier (sur le régime issu de la Directive MIF II : DEVÈZE J. et al., *Obligation de connaître son client*, 1535, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022).

¹²¹³ Ancien article de l'article L533-4 du Code monétaire et financier.

¹²¹⁴ Cass. com., 5 nov. 1991: Bull. civ. 1991, IV, n° 327, p. 227.

¹²¹⁵ Sur ce point : STORCK M., « *L'obligation de mise en garde incombant au banquier teneur de compte-titre de son client* », LPA, n°225, 9 novembre 2012, p. (22 à 24), partie introductive ; MERVILLE A.-D., COHEN-BRANCHE M., « *Informer, mettre en garde, éclairer ou conseiller : des obligations distinctes mais dont l'exécution doit toujours être prouvée par celui qui en est tenu* », Bull. Joly Bourse, n°07, 1^{er} juillet 2011, (p. 435 à 438) section I ; Sur la distinction du client averti et non-averti : KILGUS N., « *Client non-professionnel et opérateur non-averti : deux notions distinctes* », La Semaine Juridique Edition Générale, 397, n° 15, 15 avril 2019, (p. 715) ; MOULIN J.-M., « *Responsabilité des banques en matière commercialisation des produits financiers* », RDBF n° 2, Mars 2010, étude 7, (p. 21 à 29), n°25.

¹²¹⁶ Cette obligation résulte de l'article L.533-13 du Code monétaire et financier qui impose aux prestataires et sociétés de gestion distributeurs un test d'adéquation mis en place par la Directive MIF I (4 et 5 de l'article 19 de la directive 2004/39/EC). Sur les changements apportés par l'article 19 (paragraphe 4 et 5) de la Directive MIF I de la perspective des sociétés de gestion de portefeuille : RIASSETTO I., STORCK M., « *Les règles de bonne conduite applicables aux sociétés de gestion de portefeuille* », Bull. Joly Bourse, n°1, 1^{er} février 2008, (p. 90) ; STORCK M. « *De l'importance du questionnaire de connaissance-client renseigné par l'investisseur* », op.cit., I ; Sur le changement opéré par la Directive MIF I du point de vue de l'obligation de mise en garde : BONNEAU T., « *Information, évaluation et mise en garde* » Dr. sociétés n° 10, Octobre 2007, comm. 207.

l'obligation de nature jurisprudentielle¹²¹⁷) et une obligation de catégorisation de clients¹²¹⁸.

La Directive MIF II a, par ailleurs, renforcé le cadre réglementaire antérieur notamment à travers des exigences relatives à l'obtention d'informations quant à la « *capacité du client de subir des pertes* » et de l'évaluation de sa « *tolérance aux risques* »¹²¹⁹. Elle a par ailleurs imposé aux sociétés de gestion et prestataires distributeurs une évaluation des coûts et avantages du produit commercialisé¹²²⁰.

En outre, les sociétés de gestion doivent, depuis la transposition de la Directive MIF II, également respecter des exigences plus fines en matière de gouvernance de produits, ce qui les oblige à mieux identifier les catégories de clients pour lesquels un instrument financier peut être commercialisé¹²²¹.

La nouvelle directive a imposé des règles relatives à la détermination du marché cible, qui doit être défini en fonction des caractéristiques du produit (tenant compte notamment sa complexité, sa liquidité et également son caractère innovant)¹²²².

¹²¹⁷ DEVÈZE J. et al., « *Information et mise en garde sur les risques encourus* », 2654, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

¹²¹⁸ Article D.533-4 du Code monétaire et financier. Cette obligation résulte de l'Annexe II de la directive 2014/65/UE et de l'article 45 du règlement délégué Règlement délégué (UE) 2017/565. Elle a été introduite par l'annexe II de la directive 2004/39/EC (sur ce point : MERVILLE A.-D., ROUSSILLE M. « *Conformité des prestataires de services d'investissement* », Bull. Joly Bourse, date d'actualisation : 7 janvier 2022, (p. 54 à 56), n°94 et s.).

¹²¹⁹ Article L.533-13, I. du Code monétaire et financier et 2 de l'article 25 de 2014/65/UE. Sur les changements par rapport au régime juridique applicable sous l'empire de la Directive MIF I AMF, *MiF II, Guide sociétés de gestion de portefeuille*, modifié le 6 février 2017, p. 26 et 27 ; POULLE J.-B., KANNAN A., « *MIF II : la protection des investisseurs* », RDBF n° 6, Novembre 2014, dossier 61, (p.123 à 129).

¹²²⁰ Règlement délégué (UE) 2017/565, article 54, 11 (sur ce point : MARTY Gregory, « *MIF 2 et la commercialisation des instruments financiers* », op.cit., p.378).

¹²²¹ Articles 16, 3 et 24, 2 de la directive 2014/65/UE transposés au sein des articles L.533-24 et 533-24-1 du Code monétaire et financier.

¹²²² Articles L.533-24 du Code monétaire et financier et ESMA, *Orientations sur les exigences en matière de gouvernance des produits au titre de la directive MiFID II*, ESMA35-43-620 FR, 5 février 2018, point 40. Sur ce point : MARTY G., *MIF 2 et la commercialisation des instruments financiers*, op.cit., p.376.

En présence d'un nouveau produit, le distributeur doit prendre de précautions lorsqu'il le propose à son client¹²²³.

213 Une amélioration de la qualité de l'information mise à disposition des clients.

Les changements législatifs s'avéraient également favorables quant à la qualité des informations mises à disposition des investisseurs avant la souscription d'un fonds de capital-investissement.

Les sociétés de gestion distribuant les organismes de placement collectif et les prestataires de distributeurs doivent, depuis la Directive MIF I¹²²⁴, transmettre à leurs clients des informations détaillées sur les risques associés aux instruments commercialisés¹²²⁵. Ils sont, par ailleurs, tenus depuis la Directive MIF II¹²²⁶ de prendre

¹²²³ Article 313-19 du Règlement général de l'AMF et article 10, 3 de la directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients, les obligations applicables en matière de gouvernance des produits et les règles régissant l'octroi ou la perception de droits, de commissions ou de tout autre avantage pécuniaire ou non pécuniaire. L'orientation de l'ESMA va plus loin et exige que le distributeur s'abstienne de proposer le produit lorsqu'il estime que celui-ci ne sera « *jamais compatible avec les besoins et les caractéristiques de ses clients actuels ou potentiels* » (ESMA, *Orientations sur les exigences en matière de gouvernance des produits au titre de la directive MiFID II*, op.cit., p. 10, n°32). Sur ce point : MARTY G., *MIF 2 et la commercialisation des instruments financiers*, op.cit., p.376.

¹²²⁴ Sous le régime de la directive DSI l'article L.533-4, 5° du Code monétaire et financier disposait que le prestataire doit « *communiquer, d'une manière appropriée, les informations utiles dans le cadre de négociations avec leurs clients* » (LASSERRE CAPDEVILLE J., « *Le devoir d'information comme moyen de protection des investisseurs en France* », Rev. Lamy dr. aff., N° 82, 1er mai 2013, (p. 74 à 85), n°35).

¹²²⁵ Cette obligation résulte de la Directive MIF I (article 19, 3 de la directive 2004/39/EC) qui a été transposée dans l'article L.533-12, III du Code monétaire et financier. Aujourd'hui il s'agit de l'article 24, 5 de la directive 2014/65/UE et de l'article,48, 2 du Règlement délégué (UE) 2017/565 (LASSERRE CAPDEVILLE J., « *Le devoir d'information comme moyen de protection des investisseurs en France* », op.cit., n°39).

¹²²⁶ Depuis la Directive MIF I les sociétés de gestion de portefeuilles sont tenues de fournir au client des informations sur les services, les instruments financiers et les coûts et frais liés (article 19, 2 de la directive 2004/39/EC). Ces obligations ont été transposées à l'article L.533-12 du Code monétaire et financier. Ces exigences ont été renforcées par l'article 24 de la directive 2014/65/UE ainsi que par l'article 50 du règlement délégué Règlement délégué (UE) 2017/565 et obligent les prestataires d'informer le client de l'ensemble des coûts et frais liés aux services de manière régulière. Sur

en compte le marché cible et la catégorie de clients concernée au sein des informations communiquées¹²²⁷.

Il convient enfin de mentionner les obligations d'information communes à toutes sociétés de gestion, agréées conformément à la directive AIFM, qui consistent en la communication obligatoire de certains documents. Il s'agit notamment du règlement de fonds¹²²⁸ et du prospectus¹²²⁹ qui permettent d'informer les investisseurs de la stratégie adoptée par le fonds d'investissement (qui inclut en pratique les secteurs d'activités et la maturité des sociétés visées) ainsi que des instruments financiers employés¹²³⁰.

l'augmentation de la quantité des informations : AMF, *MiF 2, Guide sociétés de gestion de portefeuille*, op.cit., p. 20 et BOUCHETA H., « *MIF II : les nouvelles exigences en matière de protection des investisseurs* », Bull. Joly Bourse- n°04, 1^{er} avril 2015, p. 175 et 176, n°38 et s.

¹²²⁷ Article 24, 4, b de la directive 2014/65/UE et article D.533-15, I, 2° du Code monétaire et financier.

¹²²⁸ Les documents devant être mis à la disposition des investisseurs préalablement à la souscription en présence des FCPR, FCPI ou FIP sont déterminés par l'article 421-120-4 du Règlement général de l'AMF et par le règlement type de l'AMF (AMF, *Règlement type (DICI)*, Annexe VII de l'instruction DOC 2011-22).

¹²²⁹ Les FPS et les FPCI, quant à eux, doivent établir un prospectus qui doit être communiqué à l'investisseur préalablement à la souscription (articles 423-19 et 423-38 du Règlement général de l'AMF). Sur ce point : RIASSETTO I., STORCK M., « *OPC – Produits – FIA* », op.cit., n°416 (FPS) et 444 (FPCI) ; L'instruction AMF : AMF, *Modalités de déclaration, de modifications, établissement d'un prospectus et informations périodiques des fonds professionnels spécialisés, des fonds professionnels de capital investissement et des organismes de financement spécialisé*, Instruction DOC-2012-06, date d'actualisation : 16 février 2023.

¹²³⁰ Pour les FCPR : AMF, *Règlement type (DICI)*, Annexe VII de l'instruction DOC 2011-22, p. 2 ainsi que AMF, *Procédures d'agrément, établissement d'un DICI et d'un règlement et information périodique des fonds de capital investissement*, Instruction DOC-2011-22, AMF, *Procédures d'agrément, établissement d'un DICI et d'un règlement et information périodique des fonds de capital investissement*, Instruction DOC-2011-22, date d'actualisation : 16 février 2023, p. 29, article 26 ; pour les FPCI : AMF, *Plan-type du règlement d'un fonds professionnel de capital investissement, Annexe IV de l'instruction DOC 2012-06*, p. 2 ainsi que AMF, *Modalités de déclaration, de modifications, établissement d'un prospectus et informations périodiques des fonds professionnels spécialisés, des fonds professionnels de capital-investissement et des organismes de financement spécialisé, DOC 2012-06*, date d'actualisation : 16 février 2023, p. 16, n°15-2. Ces informations peuvent notamment être précieuses au regard des informations relatives à la catégorie de *start-up* visées par les fonds. Au titre d'exemple la FCPI INOCAP indique que seul 3% du fonds sera investi dans une *start-up* en phase d'amorçage. Le Règlement du FCPI Pluriel valeurs n°3 indique que l'actifs de fonds devra être constitué des titres émis par les sociétés dotées d'une équipe de direction expérimentée, rentables, proposant des produits ou des services reconnus sur le marché, (Règlement, FCPI Pluriel Valeus n°3, agréé par l'AMF le 2 août 2013, p. 2). La FCPI Odyssée Innovation 2 met en avant comme critères principaux la maturité

Il convient, sur ce point, d'insister sur l'amélioration de la qualité des informations mises à disposition des investisseurs. A la place du prospectus simplifié, qui a été exigé par la réglementation antérieure, les fonds de capital-investissements doivent établir un document plus concis : le document d'information clé pour investisseurs (ou « DICI »), dont le contenu est encadré par un règlement européen¹²³¹.

Ce document est susceptible de présenter un atout pour les investisseurs qui souhaitent viser les marchés à haut risque dans la mesure où il facilite la compréhension des futurs

et la rentabilité des sociétés visées (Règlement, FCPI Odyssee Innovation 2, agréé par l'AMF le 11 septembre 2009, p. 1). La société Truffle Capital met notamment en avant une préférence au regard des sociétés *spin-off* (Règlement, UFF Innovation 8, version du 23 octobre 2008, p. 2). Le FCPI Alto capital fournit également la capitalisation des sociétés visées. 6% des sociétés sont les sociétés ayant un capital entre 100 000 et 2 000 000 d'euros (Règlement, FCPI Europe Alto 2, agréé par l'AMF le 13 juillet 2010, p. 3).

¹²³¹ Les fonds de capital investissements doivent élaborer un document d'information clé pour investisseurs (ou « DICI ») en vertu de l'article 422-67 du Règlement général de l'AMF. Plan type du DICI : AMF, *Plan-type du document d'information clé pour l'investisseur (DICI)*, Annexe VI de l'instruction DOC 2011-22. L'instruction de l'AMF sur ce point : AMF, *Procédures d'agrément, établissement d'un DICI et d'un règlement et information périodique des fonds de capital investissement*, Instruction DOC-2011-22, op.cit., p. 26 et s., n°21 et s. Règlement européen sur le DICI : Règlement (UE) n° 583/2010 de la Commission du 1^{er} juillet 2010 mettant en œuvre la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations clés pour l'investisseur et les conditions à remplir lors de la fourniture des informations clés pour l'investisseur ou du prospectus sur un support durable autre que le papier ou au moyen d'un site web. L'article 23 de la directive AIFM impose également l'obligation de la publication d'un DICI. Sur ce point : RIASSETTO I., STORCK M., « *OPC – Produits – FIA* », op.cit., n°92. Avant 2011 les informations mises à disposition au public étaient la note détaillée et le prospectus simplifié en vertu des règlements de COB (COB, *Règlement COB 89-02*, article 32 A ; COB, *Instruction du 6 juin 2000 Relative aux fonds communs de placements à risques agréés prise en application du règlement n° 89-02 de la commission des opérations de bourse*, chapitre 3) et plus tard en vertu de l'article 411-45 puis 411-45-1 et s. de l'ancien Règlement général. Ces informations sont désormais logées au sein du règlement du fonds et dans le DICI (qui remplace le prospectus simplifié). Sur ce point : RIASSETTO I., « *Gestion d'actifs : les principales modifications apportées par l'ordonnance no 2011-915 du 1^{er} août 2011 et ses décrets d'application* », Rev. Lamy dr. aff., N° 64, 1^{er} octobre 2011, (p. 34 à 42), n°38 ; STORCK M., « *Passage du prospectus simplifié au document d'information clé* », RDBF n° 1, Janvier « 2011, comm. 30, p. 85 (partie introductive et n°1). Sur la transition du prospectus simplifié au DICI AMF, *Guide de passage du prospectus simplifié au document d'information clé pour l'investisseur (le "DICI")*, Position - Recommandation DOC-2010-10, applicable du 17 novembre 2010 au 29 juillet 2014

porteurs des parts quant aux rapport risques-rendements du placement¹²³². En effet, et contrairement au prospectus simplifié, le DICI doit obligatoirement être clair et concis (2-3 pages maximum¹²³³). Son contenu ne doit, par ailleurs, porter que sur les aspects essentiels à comprendre avant de prendre la décision d'investissement¹²³⁴. Il s'agit notamment de la brève description des objectifs du fonds, des performances passées et des scénarios futurs de performance et ainsi que des frais encourus¹²³⁵.

¹²³² Règlement (UE) n° 583/2010, article 8 ; AMF, *Procédures d'agrément, établissement d'un DICI et d'un règlement et information périodique des fonds de capital investissement*, Instruction DOC-2011-22, date d'actualisation: 16 février 2023, p. 11 et 12, article 7 ; *Plan-type du document d'information clé pour l'investisseur (DICI)*, Annexe VI de l'instruction DOC 2011-22, p. 2. Le prospectus simplifié ne mettait pas nécessairement avant le rapport risque-rendement du placement proposé (les risques étaient mentionnés au sein des parties « *indicateur de référence* » et le « *profil de risque* » prévus aux n°4 et n°6 des « *informations concernant les placements et la gestion* » du III du Plan du prospectus simplifié, Instruction n°2005 du 25 janvier 2005).

¹²³³ Règlement (UE) n° 583/2010, article 6 ; AMF ; *Procédures d'agrément, établissement d'un DICI et d'un règlement et information périodique des fonds de capital investissement*, Instruction DOC-2011-22, p. 24. Le prospectus simplifié ne connaissait une telle contrainte à notre connaissance.

¹²³⁴ Règlement (UE) n°583/2010, article 5.

¹²³⁵ Règlement (UE) n° 583/2010 article 7 (objectifs du fonds) ; article 11 (frais) ; article 15 (performances passées) ; article 36 (scenarios de performance); *Plan-type du document d'information clé pour l'investisseur (DICI)*, Annexe VI de l'instruction DOC 2011-22, p. 1 et 3. Sur ce point : STORCK M., « *Passage du prospectus simplifié au document d'information clé* », RDBF n° 1, Janvier 2011, comm. 30 (partie introductive et n°1). Le plan type de l'ancien prospectus simplifié comprenait une partie sur les objectifs du fonds (n°3 de la partie « *informations concernant les placements et la gestion* » du III du Plan du prospectus simplifié) ; les performances passées (partie B, Statistique, Plan du prospectus simplifié, Instruction n°2005 du 25 janvier 2005) sur les frais comprenant en plus une partie sur la fiscalité (parties « *Informations sur les frais, commissions et la fiscalité* »). Le prospectus simplifié semblait toutefois significativement plus dense que le DICI. Des explications supplémentaires étaient notamment demandées sur l'activité du fonds aux e) et f), n°5 de la partie « *informations concernant les placements et la gestion* » du III du Plan du prospectus simplifié. Le prospectus simplifié contenait également une section dédiée aux souscripteurs concernées (n°8 de la même partie) ainsi qu'une partie sur les informations d'ordre commercial.

2§) La reconnaissance de l'importance du capital-investissement intermédié en matière du financement de start-up en droit français et européen

214 L'apparition des véhicules propres au financement des *start-up*. Après l'analyse des avantages principaux des fonds de capital-investissement de la perspective des *start-up* et des investisseurs, il convient d'examiner dans quelle mesure les droits français et européen reconnaissent l'importance du capital-investissement intermédié au regard du financement des jeunes entreprises innovantes.

Il convient d'abord d'examiner les différents changements réglementaires en droit français ayant permis la prise en compte du caractère innovant des jeunes entreprises en matière de capital-investissement intermédié (A). Outre le développement des catégories de véhicules spécifiques au financement des *start-up* en droit français, il est également nécessaire d'étudier les changements réglementaires récents en droit européen qui ont conduit à une harmonisation des pratiques de commercialisation propres aux capital-risque en Europe (B).

A) Une approche favorable au financement de l'innovation en droit français

215 L'évolution des véhicules d'investissement dédiés aux jeunes entreprises innovantes. Si les véhicules orientés vers le financement des entreprises innovantes sont apparus très tôt en droit français, ces derniers n'étaient pas réellement adaptés au financement des *start-up*. (1). Le cadre juridique français a cependant permis de pallier cette insuffisance par la création des fonds commun de placement dont le cœur de l'activité concernait le financement des jeunes entreprises innovantes (2).

Nous rappelons que les véhicules dédiés au financement des jeunes entreprises innovantes en raison de leur quota d'investissement ne sont pas nécessairement les plus fréquemment employées dans la pratique. Comme évoqué plus haut, les FPS, les SLP ainsi que les FPCI semblent plus couramment utilisés dans la pratique.

1) *Les sociétés financières de l'innovation : le premier statut juridique dédié au financement des start-up par capital-investissement intermédié*

216 Les insuffisances des sociétés financières de l'innovation. Les fonds de capital-investissement, n'ont pas toujours été les acteurs principaux du financement des jeunes entreprises innovantes en matière de capital-investissement en France. Cette forme de véhicule d'investissement n'était pas autorisée à gérer les actifs non cotés en droit français jusqu'au milieu des années 1980¹²³⁶. Les premiers véhicules institués pour le financement des jeunes entreprises innovantes étaient, en effet, les sociétés de financement spécialisé.

Ces sociétés sont apparues au cours des années 1950 avec la création des sociétés de développement régional¹²³⁷ et ont poursuivi leur émergence par la constitution des instituts de régionaux de participation ainsi qu'avec la société financière d'innovation (ou « SFI »). Ce dernier statut juridique, clairement orienté vers les entreprises innovantes¹²³⁸, est apparu en 1972 et visait à faciliter en France la mise en œuvre industrielle de la recherche technologique.

¹²³⁶ Nous abordons cette question de manière détaillée *infra* n°217.

¹²³⁷ Décret instituant les sociétés de développement régional : Décret n°55-876 du 30 juin 1955 relatif aux sociétés de développement régional. Sur ce véhicule : DEVÈZE J. et al., « *Sociétés de développement régional* », 1389, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022. Il convient également de faire mention des instituts régionaux de participation (POITRINAL F.-D., *Le capital investissement : guide juridique et fiscal*, op.cit., p. 178, n°214 ; GROUD H., « *Société de développement régional et autres sociétés financières régionales* », Dalloz, 2006, date d'actualisation : juin 2016, p. 178 à 179, n°214).

¹²³⁸ Les SFI ont été créés par la loi n°72-650 du 11 juillet 1972 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, article 4. Le 80% du capital de la société devait obligatoirement être investi dans les actions émises par les entreprises innovantes en vertu du décret n°73-124 du 5 février 1973 sociétés financières d'innovation. Le décret du 1973 a été modifié par le décret no 92-1362 du 29 décembre 1992 fixant les modalités et les conditions d'application de l'article 4, paragraphe III, de la loi no 72-650 du 11 juillet 1972 relatif aux sociétés financières d'innovation. Sur la fonction de la société financière d'innovation financière : Archives Nationales, *Salle des inventaires virtuelle, Recherche ; Recherche et technologie*, date 1975-1994 ; Sénat, *Projet de loi de finance rectificative pour 2011, Amendement présenté par MM Adnot, Bernard-Reymond et Turk*, N° 187 rect., 12 décembre 2011.

Si la SFI, qui a permis de canaliser l'épargne vers les jeunes entreprises innovantes, comportait des avantages fiscaux importants¹²³⁹, les structures de ce type étaient toutefois peu nombreuses. L'une des raisons de l'échec relatif du statut semble résulter du cadre juridique strict dans lequel ces sociétés opéraient¹²⁴⁰. Les modalités de la gestion des participations des sociétés financières de l'innovation n'étaient, en effet, pas conformes au cycle de vie des jeunes entreprises innovantes.

Les SFI devaient procéder à un désinvestissement tous les trois ans et sortir du capital d'une partie importante (33% au moins) des entreprises innovantes qui composaient leur portefeuille. La contrainte du désinvestissement, réalisé dans un délai trop court par rapport au cycle de vie d'une *start-up* constituait un premier obstacle important, couplé à une obligation de réinvestissement. Le non-respect de ces obligations était sanctionné par des pénalités très lourdes¹²⁴¹.

La SFI constituait donc avant tout un outil au service de l'intérêt général permettant d'accélérer la croissance des sociétés innovantes. Elle n'a, en raison de ses règles de fonctionnement particulièrement contraignantes, toutefois pas permis d'exploiter le potentiel de croissance de celles-ci et a rendu nécessaire l'ouverture d'autres canaux de financement adaptés aux *start-up*¹²⁴².

¹²³⁹ Les SFI pouvaient seulement bénéficier d'un traitement fiscal favorable en cas de conclusion d'une convention avec l'État et l'investissement dans les entreprises innovantes. En effet, les souscripteurs au capital des sociétés financières d'innovation qui concluent une convention avec le ministère de l'économie et des finances bénéficient d'un régime fiscal favorable (prévu au 1er de l'article 39 quinquies A du CGI et du 2ème de l'article 40 sexies du Code général des impôts en faveur des entreprises qui souscrivent au capital des sociétés de recherche agréées). Plus d'informations : SJ - Mesures fiscales soumises à agrément préalable - Agréments divers - Amortissement exceptionnel des souscriptions au capital agréé des sociétés financières d'innovation conventionnées, BOI-SJ-AGR-60-20, 12/09/2012 ; BIC - Régime des amortissements exceptionnels - Titres des sociétés financières d'innovation ayant conclu une convention avec l'État, BOI-BIC-AMT-20-30-60-20, 21/01/2013.

¹²⁴⁰ GROUD H., « *Société de développement régional et autres sociétés financières régionales* », op.cit., n°84.

¹²⁴¹ Ibidem, n°82

¹²⁴² Il convient de souligner quelques initiatives récentes pour redynamiser le statut SFI, consistant notamment en l'ouverture du statut fonds commun de placement à ces véhicules et la révisions des cycles d'investissement et de désinvestissement (Sénat, *Projet de loi de finance pour 2012, Amendement présenté par MM. ADNOT, TÜRK et MASSON, Mme DES ESGAULX et M. HOUEL*,

Une grande partie des SFI semble avoir adopté le statut du SCR suite à la création de cette catégorie de véhicules en 1985¹²⁴³.

2) *Les fonds de capital-investissement dédiés aux jeunes entreprises innovantes*

217 L’ouverture des fonds de capital-investissement aux titres des jeunes entreprises innovantes. L’une des avancées majeures en matière de financement de *start-up* en droit français a été réalisée par la création des FCPR dont le régime juridique a été instauré en 1983¹²⁴⁴, vingt-cinq ans après la création du statut du fonds commun de placement (ou « FCP »)¹²⁴⁵ dont le portefeuille ne pouvait pas comprendre, jusqu’alors, les actions émises

article additionnel après l’article 4, N°I-94, 16 novembre 2011 ; Sénat, Projet de loi de finance pour 2011, Amendement présenté par MM. ADNOT, TÜRK, article additionnel après l’article 14, N°I-68, 18 novembre 2010).

¹²⁴³La SCR ne constitue cependant pas un véritable véhicule juridique, seulement un dispositif fiscal favorable à l’investissement dans les titres de capital non cotés (le statut SCR ont été créés par la loi n° 85-695 du 11 juillet 1985 portant diverses dispositions d’ordre économique et financier, article 1-1 et complété par le décret n°85-1102 du 9 octobre 1985 pris pour l’application de l’art. 1 de la loi 85695 du 11-07-1985). Sur les avantages de la SCR : ZETING L., *L’évolution des politiques du soutien de l’innovation dans les PME en France : le cas de l’Anvar*, thèse, Conservatoire national des arts et métiers, 11 avril 2012, p. 132 et 133 ; BOFIP - IS - Champ d’application et territorialité - Exonérations - Sociétés de capital-risque (SCR) - Statut juridique, date de publication : 11 mars 2013, n°500 ; COURET A., « *L’environnement juridique de la création de Start-up : les instruments de financement* », Dr. et patrimoine, N° 96, 1er septembre 2001, I, 3A.

¹²⁴⁴ La loi de 1983 (loi n°83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l’épargne) a modifié la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 relative aux fonds communs de placement qui avait abrogé la loi de 1959 sur les fonds de commun de placement. Arrêté concernant les FCPR : Arrêté du 30 juin 1983 relatif aux fonds communs de placement ; décret n°83-357 du 2 mai 1983 fixant les conditions d’application de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 ; Sur l’évolution des FCP : RISAETTO I., STORCK M., « *OPC : présentation générale* », Études Joly Bourse, date d’actualisation : 5 mai 2022, n°48 et s. et spécifiquement sur la loi de 1983 : MARCHETEAU D., « *Capital-risque – Création* », op.cit., n°3.

¹²⁴⁵ Il convient de noter qu’en droit français c’est avec le décret de 1957 que la notion de fonds apparaît en droit français pour la première fois (Décret n°57-1342 du 28 décembre 1957 Relatif aux règles de fonctionnement des fonds communs de placement ayant pour objet la gestion d’un portefeuille collectif de valeurs mobilières). L’investissement intermédiaire pouvait désormais prendre la forme d’une société à capital variable (ou « SICAV ») mais également celle du fonds de commun de placement. La mise en place du statut des fonds commun de placement constituait un allègement dans la mesure où la

par les sociétés non cotées que dans une mesure très restreinte¹²⁴⁶.

L'avancée réalisée par la création du FCPR était d'abord remarquable car elle a permis d'ouvrir une voie au public¹²⁴⁷ pour acquérir des titres émis par les jeunes entreprises innovantes (et plus largement des sociétés non cotées) à travers un véhicule de capital-investissement adapté aux spécificités des *start-up*¹²⁴⁸.

La création des FCPR était, enfin, importante en ce que ce statut a permis de poser le fondement juridique des fonds professionnel de capital-investissement (les FPCI¹²⁴⁹)

constitution d'un fonds ne nécessite pas la réalisation des formalités administratives liées à la constitution d'une société (les fonds communs de placement n'ayant pas de personnalité morale).

¹²⁴⁶ Les fonds de commun de placement créés par la loi du 1957 devaient comporter au moins 80% de valeurs mobilières admises à la Cote officielle ou à la Cote de courtiers en valeurs mobilières (Décret n°57-1342 du 28 décembre 1957 Relatif aux règles de fonctionnement des fonds communs de placement ayant pour objet la gestion d'un portefeuille collectif de valeurs mobilières, article 6).

¹²⁴⁷ C'est seulement l'article 6 de la loi n° 96-314 du 12 avril 1996 portant diverses dispositions d'ordre économique et financière (DDOEF) qui a autorisé le FCPR à procéder à des actes de démarchage et de publicité (sur ce point : Règlement général de l'AMF, Transparence du marché, BM, n°325 -juin 1998).

¹²⁴⁸ Le fond commun de placement à risque devait être constitué à hauteur de 40% de parts sociales, d'actions ou d'obligations convertibles. Le rachat des parts pouvait intervenir dans une durée minimale de 3 ans. La durée de vie maximal des FCPR était fixé à 10 ans (titre II bis de la loi n°83-1 du 3 janvier 1983).

¹²⁴⁹ Les FPCI ont été créés à partir des anciens OPCVM allégés (qui désignait sous le régime la directive OCPVM les FCPR à procédure allégée) par l'ordonnance de 2013 (Ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs, article 35). Les FCPR à procédure allégée étaient régis par l'ancien l'article L. 214-37 du Code monétaire et financier (leur régime était institué par l'article 85 de la loi n° 99-532 du 25 juin 1999 épargne et sécurité financière. Les FPCI sont devenus des outils plus attractifs par rapport aux FCPR allégés notamment en raison de la possibilité d'éteindre la durée de blocage des actifs du fonds au-delà de 10 ans). Sur l'attractivité des FPCI : et DUGUAY N., DAVID A., « *Transposition de la directive AIFM* », Bull. Joly Bourse, n°07-08, 1^{er} juillet 2013, p. 370 et 371, section III. Sur l'impact de la directive AIFM sur les fonds professionnels : STORCK M., « *La nouvelle classification des Fonds d'investissement alternatif dans le règlement général de l'AMF (Livre IV)* », RDBF n° 2, Mars 2014, comm. 8, (p. 78 à 80) ; CROOK-MORDAUNT N., CARISSIMO M., « *Les fonds d'investissement alternatifs à la française* », RDBF n° 4, Octobre 2013, étude 17, (p. 20 à 22). Il s'agissait des FCPR qui n'étaient pas ouvert au démarchage en vertu de l'article L.214-38 du Code monétaire et financier. Sur ce point : DEVÈZE J. et al., « *Fonds professionnels de capital-investissement (anciens fonds communs de placement à risque (FCPR) bénéficiant d'une procédure allégée* », 1394, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2012).

ainsi que celles des structures dédiées au financement des jeunes entreprises innovantes, en raison de leur quota d'investissement, les FCPI.

218 L'apparition des critères relatifs à la jeunesse de la société et à son caractère innovant au sein de la réglementation des fonds de capital-investissement. Si, contrairement aux sociétés de financement de l'innovation, les FCPR ne visaient pas spécifiquement le financement des jeunes entreprises innovantes ou les PME, le droit français a permis de pallier ces insuffisances par la création des « *fonds fiscaux* ».

Il s'agissait des FCPI¹²⁵⁰ qui visaient les jeunes entreprises innovantes et des FIP¹²⁵¹ ciblant les jeunes PME, de moins de huit ans, constituées au sein des régions françaises¹²⁵². Ces fonds, apparus à compter des années 1990, étaient dans une grande mesure, soumis au régime des FCPR dit « *juridiques* »¹²⁵³. Ils connaissaient toutefois

¹²⁵⁰Création des FCPI : Loi n° 96-1181 du 30 décembre 1996 de finances pour 1997, article 102 (Décret relatif aux FCPI : Décret n° 97-237 du 14 mars 1997 relatif aux fonds de communs de placement dans l'innovation). Codification au sein de l'article L.214-41 du Code monétaire et financier : loi n° 2001-1275 du 28 décembre 2001 de finances pour 2002, article 78 (dispositions relatives aux FCPI ont été déplacées au sein des articles L.214-30 en 2011)

¹²⁵¹ Le régime FIP se situait d'abord au sein de l'article L.214-41-1 puis 214-31 du Code monétaire et financier. Sur la création du FIP : loi n° 2003-721 du 1 août 2003 pour l'initiative économique, article 26. Son régime a été aménagé par la loi de finance de 2005 (Loi n° 2004-1484 du 30 décembre 2004 de finances pour 2005 (1), article 38). Le décret relatif à la création de la FIP : décret n° 2003-1103 du 21 novembre 2003 modifiant le décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 pris en application de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances).

¹²⁵² Sur les critères d'éligibilité des actifs du FIP : article L.214-31, I du Code monétaire et financier. L'article 38 de la loi de finance de 2011 exigeait que 60 % au moins de titres financiers constituant l'actif du fonds FIP soient constitués des nouvelles entreprises de moins de huit ans (le seuil de maturité était fixé à 5 ans auparavant). Les sociétés cibles devaient exercer leurs activités principales au sein d'une zone géographique donnée (préalablement choisie) et limitée à au plus trois régions limitrophes (avant il s'agissait de quatre régions). Sur ce point : *Réductions d'impôt, Souscriptions de parts de fonds d'investissement de proximité (FIP) (CGI, art. 199 terdecies-0 A, VI bis)*, JCl. Fiscal Impôts directs, date d'actualisation : 27 mars 2020, n°11 Depuis l'ordonnance de la loi n° 2013-1279 du 29 décembre 2013 de finances rectificative pour 2013 (article 18) le quota d'investissement est de 70%.

¹²⁵³ L'article L.214-30 du Code monétaire et financier applicable aux FCPI opère de nombreux renvois à l'article L.214-28 du Code monétaire et financier. Le règlement général de l'AMF soumet les FCPI (ainsi que les FIP) aux mêmes dispositions que les FCPR en vertu de l'article 422-120-1 du Code monétaire et financier. Il convient de préciser que les FCPR, s'ils ne donnent pas droit à une réduction

des exigences supplémentaires par rapport à ces derniers, notamment en matière de règles d'investissement, justifiant l'ouverture du droit à une réduction d'impôt sur le revenu à leurs souscripteurs¹²⁵⁴.

Si les FIP s'avéraient des outils précieux pour le développement du capital-risque régional, nous nous intéresserons avant tout aux FCPI qui sont dédiés aux sociétés innovantes.

d'impôt sur le revenu, accordent aux porteurs des parts un traitement favorable notamment au regard de l'imposition des produits et les plus-values distribuées. S'agissant des personnes physiques les produits et plus-values distribués par les FCPR (et FCPI) constituent, en principe des revenus imposables à la date de leur répartition à moins que les porteurs de parts bénéficient du régime de faveur prévu à l'article 163 quinquies B du Code général des impôts. Afin de bénéficier de l'exonération le FCPR (ou FCPI) doit remplir des obligations relatives à la composition d'actifs et une série d'autres critères (liés à la qualité de personne physique du détenteur à l'obligation de conservation pendant 5 ans et au réinvestissement des plus-values au sein des FCPR ou FCPI). Sur ce point : RPPM - Revenus de capitaux mobiliers, gains et profits assimilés - Régimes particuliers - Fonds communs de placement, fonds communs de placement à risques et fonds professionnels de capital investissement, BOI-RPPM-RCM-40-30, date d'actualisation : 25 mai 2023, n°260 et s. S'agissant des personnes physiques résidentes en France, les conditions relatives à l'exonération de l'impôt sur le revenu sur les plus-values résultant de la cession des parts (prévu au III-1 de l'article 150-0, A du Code général des impôts) sont similaires à celles relatives aux plus-values et produits distribués par les FCPR (et FCPI). Sur ce point. : RPPM - Plus-values sur biens meubles incorporels - Champ d'application - Opérations exonérées, BOI-RPPM-PVBMI-10-20, 19 juin 2023, n°30 et s. Sur l'exonération des produits et plus-values distribués et les plus-values résultant de la cession des parts : SCHMIDT Daniel, DEMOULIN Florence, *Les fonds de capital investissement*, op.cit., p. 613 et s. (exonération des produits) et 626 et s. (exonération des plus-values résultant de la cession des parts).

¹²⁵⁴ La réduction d'impôt est prévue par le VI à VI ter A de l'article 199 terdecies-0, A du Code général des impôts qui renvoie à l'article 885-0 bis V du même code. Les souscripteurs doivent être domiciliés en France au sens de l'article 4B du CGI et doivent détenir des titres pendant 5 ans. Il convient cependant le fond puisse être qualifié de FCPI et respecte les règles d'investissement résultant de l'article L.214-30 du Code monétaire et financier. S'agissant de la FCPI : DUHEM J., « *Impôt sur le revenu – Réductions d'impôt. – Souscriptions de parts de fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) (CGI, art. 199 terdecies-0 A-VI)* », Fasc. 1039-37, JCl. Fiscal Impôt directs Traité, date d'actualisation : 18 mars 2021, spéc. n°4 ; IR - Réductions et crédits d'impôt - Souscriptions de parts de fonds communs de placement dans l'innovation, BOI-IR-RICI-100, date d'actualisation : 09 mai 2014, n°60 et 70. S'agissant des fonds d'investissement de proximité (« FIP ») : « *Réductions d'impôt, Souscriptions de parts de fonds d'investissement de proximité (FIP) (CGI, art. 199 terdecies-0 A, VI bis)* », JCl. Fiscal Impôts directs Traité, date d'actualisation : 18 mars 2021, spéc. n°4 ; IR - Réductions et crédits d'impôt - Souscriptions de parts de fonds d'investissement de proximité (FIP), BOI-IR-RICI-110, date d'actualisation 9 mai 2014, n°70 et 80.

219 L'apparition des fonds dédiés aux jeunes entreprises innovantes, les FCPI. Il convient d'abord d'observer que les règles gouvernant l'activité d'investissement des FCPI comportent des similarités importantes avec celles des SFI. Le cadre juridique régissant les fonds communs de placement permet toutefois d'identifier de manière plus précise la typologie d'entreprises ciblées.

Les règles d'investissement du FCPI ont permis de cerner avec précision, dès la création de cette catégorie de fonds, l'activité innovante d'une société à travers les dépenses de recherche et de développement¹²⁵⁵ et par la référence aux « *procédés techniques dont le caractère innovant et les perspectives de développement économique sont reconnus* »¹²⁵⁶. La SFI, quant à elle, disposait de règles d'investissement relativement vagues qui orientaient l'activité du véhicule vers les entreprises ayant développé des « *produits ou procédés techniques, déjà brevetés ou devant l'être, qui n'ont pas encore été exploités, ou qui sont susceptibles d'applications entièrement nouvelles* »¹²⁵⁷.

Les règles d'investissement du FCPI ont connu des modifications au cours des années 2010 qui ont permis d'affiner le périmètre de l'activité de ces fonds¹²⁵⁸. Le cadre

¹²⁵⁵ Afin de respecter les conditions d'éligibilité fixées par la loi, la société concernée peut d'abord engager des dépenses de recherches au sens de l'article 244 quater B du Code général des impôts (Article L.214-30, I, 1°, c du Code monétaire et financier). La société doit avoir réalisé au cours des trois derniers exercices (avant l'investissement reçu de la part du fonds) des dépenses de recherches au moins égales au tiers des chiffres d'affaires hors taxes le plus élevé au cours de ces derniers exercices. Les listes des dépenses sont précisées par la doctrine fiscale : il peut s'agir notamment des amortissements, des immobilisations affectées à la recherche, des dotations aux amortissements, des dépenses de personnes affectées à la recherche ou au fonctionnement (DUHEM J., « *Impôt sur le revenu – Réductions d'impôt. – Souscriptions de parts de fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) (CGI, art. 199 terdecies-O A-VI)* », op.cit., n°13).

¹²⁵⁶ Ancien article L.214-30, I, 2° du Code monétaire et financier. Cette définition a été changée par l'article 24 de la loi n°2015-1786 d 29 décembre 2015 notamment en ce qui concerne la définition des entreprises innovantes.

¹²⁵⁷ Loi n° 72-650 du 11 juillet 1972 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, article 4.

¹²⁵⁸ Les changements intervenus ont mené à un alignement avec la nouvelle définition proposée par le règlement européen de 2014 sur les aides d'état (Règlement (UE) n° 651/2014, articles 107 et 108 du

juridique actuel fait, en effet, référence à l'innovation technologique à travers les procédés « *neufs ou substantiellement améliorés* » mais intègre également un autre élément important caractérisant les *start-up* : le « *risque d'échec technologique et industriel* »¹²⁵⁹.

Les règles d'investissement actuelles permettent, en outre, de concentrer l'activité du fonds sur les sociétés en début d'activité ¹²⁶⁰, ayant des besoins de financement importants ¹²⁶¹. Ces précisions sur la phase de développement et les besoins de financement, inexistantes au sein des textes régissant les SFI, canalisent clairement l'activité des FCPI vers les *start-up* technologiques.

220 La mise en place des dispositifs fiscaux incitant les épargnants à investir dans les jeunes entreprises innovantes. Afin d'inciter les sociétés à investir dans les PME innovantes le législateur a mis en place plusieurs mesures fiscales favorables à partir des années 2000. Les changements réglementaires ont notamment ouvert la possibilité aux investisseurs, issues la loi de finance pour 2002 d'investir dans les FCPI¹²⁶² dans le cadre de leur PEA¹²⁶³.

traité, n°80). L'article L.214-30 du Code monétaire et financier fait référence au règlement d'exemption au sein du I, 1°, a).

¹²⁵⁹ Article L.214-30, I, 1°, c du Code monétaire et financier.

¹²⁶⁰ En vertu de l'article L.214-30, I, 1°, c du Code monétaire et financier les entreprises éligibles au quota d'investissement de 70% du FCPI Code monétaire et financier « *exercer son activité sur un marché, quel qu'il soit, depuis moins de dix ans après sa première vente commerciale.* » Il convient toutefois préciser que les critères mis en avant au sein du d) au I de 1° de Article L.214-30 du Code monétaire et financier s'inspirent de l'article 21, 5 du règlement (UE) n° 651/2014 de la Commission du 17 juin 2014. Le règlement définit par ailleurs la première vente commerciale au sein de du 75 de l'article 2. Nous observons que le quota d'investissement du FCPI est de 70% depuis la loi n° 2013-1279 du 29 décembre 2013 de finances rectificative pour 2013 (avant cette loi le quota en question était de 60 %).

¹²⁶¹ Article L.214-30 I, 1°, d) du Code monétaire et financier (l'article en question fait également référence au règlement d'exemption règlement (UE) n° 651/2014).

¹²⁶² Cette possibilité était également ouverte au regard des FCPR.

¹²⁶³ Loi n° 2001-1275 du 28 décembre 2001 de finances pour 2002, article 79. ; « *Modernisation du régime des FCPR et des FCPI (art. 78) – Pratique* », JCP N, n° 4, 25 Janvier 2002, 1080, n°3 ; *Assouplissement des modalités de fonctionnement des plans d'épargne en actions*, JCP N, n° 4, 25 Janvier 2002, 1079, n°3.2). Sur les conditions d'éligibilité des titres : RPPM - Revenus de capitaux mobiliers, gains et profits assimilés - Régimes particuliers - Plan d'épargne en actions (PEA) -

Le législateur a également instauré en 2013 un dispositif de PEA dédié aux petites et moyennes entreprises appelé « PEA-PME »¹²⁶⁴, qui a permis de canaliser l'épargne française vers les FCPI.

Il est, en outre, important de mentionner une mesure fiscale mise en place en 2015, donnant droit à un amortissement exceptionnel, dénommé *corporate venture*¹²⁶⁵. Le périmètre des bénéficiaires de cette mesure est large : les sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés peuvent en profiter dans la mesure où elles prennent une participation dans le capital des PME innovantes ou elles investissent dans ces derniers à travers les fonds de capital-investissement¹²⁶⁶ (qu'il s'agisse de fonds « *grand public* » ou des

Modalités de fonctionnement du plan - Gestion du PEA, BOI-RPPM-RCM-40-50-20-20, date d'actualisation : 25 septembre 2017, n°510 à n°530. MAROTHEL M.-T., « *Titres admis au régime du PEA* », 205-85, Lamy patrimoine, date d'actualisation : 19 octobre 2021.

¹²⁶⁴ Loi n° 2013-1278 du 29 décembre 2013 de finances pour 2014, article 70 et articles 221-32-1 et 221-32-2 du Code monétaire et financier. Le dispositif vise les parts ou d'autres titres financiers émis par des sociétés employant moins de 5000 personnes et dont le bilan annuel d'affaires n'excède pas 1,5 milliard d'euros (ou le bilan total de 2 milliards d'euros). En effet le portefeuille des fonds (FCPR, les FCPI et les FIP) concernés doit être composé à 75% des titres éligibles au PEA-PME. Sur ce point : *Lancement du PEA-PME*, Rev. Lamy dr. aff., n° 93, 1er mai 2014 ; MAROTHEL M.-T., « *Création du PEA-PME* », 205-357, Lamy patrimoine, date d'actualisation : 19 octobre 2021. Sur les deux types de PEA qui existe (PEA « classique » et PME-PME) : BARHELET B., « *Le PEA depuis la loi Pacte* », JCP N, n° 27, 3 Juillet 2020, 1138, pages 21 à 25 ; *Impôt sur le revenu, Plan d'épargne en actions (PEA)*, Fasc. 1047 JCl. Fiscal Impôts directs Traité, date d'actualisation : 19 mars 2021, n°242.

¹²⁶⁵ Loi n° 2015-1786 du 29 décembre 2015 de finances rectificative pour 2015, article 81.

¹²⁶⁶ Article 217 octies du Code général des impôts. Les conditions de l'amortissement exceptionnel sont contraignantes : les investissements ne sont pas éligibles que si les participations n'excèdent pas plus de 20% du capital ou des droits de vote de la petite ou moyenne entreprise innovante directement ou indirectement et si la valeur des titres détenus au sein de l'entreprise mentionnée n'excède pas 1% de l'actif de l'entreprise souscriptrice (Article 217 octies III et IV du Code général des impôts). Sur le dispositif : SAUREL J., « *Impôt sur les sociétés, Amortissements, Amortissements exceptionnels* », Fasc. 1112-3, JCl. Fiscal Impôts directs Traité, date d'actualisation : 2 décembre 2019, n° 6, 13 ; « *PME innovantes : nouveaux aménagements en vue d'une entrée en vigueur effective* », Les Nouvelles Fiscales, N° 1171, 1er février 2016 ; « *Plan en faveur de l'innovation : lancement du « corporate venture »* », Les Nouvelles Fiscales, N° 1125, 1er janvier 2014).

fonds professionnels¹²⁶⁷) orientés vers le financement des jeunes entreprises innovantes.

Les fonds souhaitant donner droit à leurs investisseurs à ce traitement favorable doivent néanmoins en respecter des conditions exigeantes, similaires à celles applicables aux FCPI (notamment au regard du caractère innovant des sociétés composant le portefeuille du fonds¹²⁶⁸).

B) Une harmonisation favorable au capital-risque intermédié en droit européen

221 L'évolution favorable du droit européen au regard de la commercialisation transfrontière des fonds de capital-investissement. L'une des principales avancées en matière de commercialisation de fonds de capital-risque au sein de l'Union européenne a été l'adoption de la directive dite « AIFM » (ci-après « *Directive AIFM* ») qui a mis en place un passeport de commercialisation applicable aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs¹²⁶⁹. Cette avancée majeure comportait toutefois des insuffisances importantes au regard des jeunes entreprises innovantes.

¹²⁶⁷ Article 217 octies, I, 2° du Code général des impôts. Depuis 2015 que les parts de SLP peuvent également faire l'objet d'amortissement exceptionnel (« *Nouvel aménagement de l'amortissement exceptionnel des souscriptions au capital de PME innovantes* », Dr. fisc. n° 1, 7 Janvier 2016, comm. 25, (p. 58 à 62), sections I et II); « *Loi de finances pour 2016 (L. n° 2015-1785, 29 déc. 2015 : JO 30 déc. 2015, p. 24614) et loi de finances rectificative pour 2015 (L. n° 2015-1786, 29 déc. 2015 : JO 30 déc. 2015, p. 24701)* », JCP En° 2, 14 Janvier 2016, act. 40, p 40, n°1).

¹²⁶⁸S'agissant de la définition des petites et moyennes entreprises l'article 217 octies du Code général des impôts, (II, 4°) renvoie à la définition des petites et moyennes entreprises au sens du règlement d'exemption (Règlement (UE) n° 651/2014, article 2, n°80). Les entreprises éligibles doivent, au sens de l'article en question, exercer activité sur un marché depuis moins de 10 ans après la première vente commerciale ou à partir de l'exercice suivant celui au cours duquel le chiffre d'affaires de l'entreprise dépasse pour la première fois 250 000 euros (Article 217 octies du Code général des impôts, II, 5°). S'agissant du pourcentage du titres des entreprises innovantes et les critères liés à l'innovation l'article 217 octies du Code général des impôts renvoie à l'article L.214-30 du Code monétaire et financier.

¹²⁶⁹ La procédure de notification relative au régime de commercialisation des FIA dans un autre État membre est prévue à l'article L.214-24-2 du Code monétaire et financier et à l'article 32 de la directive 2011/61/UE et précisé aux articles 421-14 du Règlement général de l'AMF. Il convient également de faire mention du passeport gestion qui a été mis en place en vertu de l'article 33 de la directive 2011/61/UE (pour le passeport « *sortant* » : articles L.532-25-1, R.532-25-1 et R.532-30 du Code monétaire et financier et article 316-10 du Règlement général de l'AMF). Sur ce point : GIBEAU

La commercialisation des FIA se heurtait, même après l'adoption de la Directive AIFM, à de nombreux obstacles résultant des formalités imposées par les États membres ¹²⁷⁰.

Afin d'améliorer l'efficacité de la Directive AIFM et de fluidifier de manière générale la commercialisation des OPC entre les différents États membres de l'Union européenne, le législateur européen a récemment adopté la directive et le règlement *crossborder*¹²⁷¹ (ci-après « *Directive crossborder* » et « *Règlement crossborder* »). Le Règlement *crossborder* a permis d'encadrer des frais et charges prélevés lors de la surveillance de la commercialisation des fonds d'investissement¹²⁷², les exigences liées

Bertrand, « *AIFMD : entre obligations réglementaires et nouvelles opportunités business* », Bull. Joly Bourse- n°01, 31 janvier 2014, p. 36 et s.

¹²⁷⁰ Il convient de noter que certaines de ces difficultés concernent également les OPCVM. Le marché des fonds d'investissement s'organise encore aujourd'hui essentiellement au niveau national. Ce phénomène est toutefois particulièrement visible en matière de FIA : RIASSETTO I., « *Pour une commercialisation transfrontalière sans entrave des fonds d'investissement européens* », Bull. Joly Bourse- n°06 - p. 393, 1^{er} novembre 2018, spéc. n°4. Sur les obstacles en général et l'importance des passeports : Rapport de la commission au parlement européen et au conseil évaluant l'application et le champ d'application de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, 10 juin 2020, n°2.1.

¹²⁷¹ Directive (UE) 2019/1160 du parlement européen et du conseil du 20 juin 2019 modifiant les directives 2009/65/CE et 2011/61/UE en ce qui concerne la distribution transfrontalière des organismes de placement collectif et Règlement (UE) 2019/1156 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 visant à faciliter la distribution transfrontalière des organismes de placement collectif et modifiant les règlements (UE) n° 345/2013, (UE) n° 346/2013 et (UE) n° 1286/2014.

¹²⁷² Les frais sont fixés au sein des articles L.621-5-3 et D.621-27 du Code monétaire et financier (Instruction AMF : AMF, *Procédure de commercialisation de parts ou actions de FIA*, DOC-2014-03, date d'actualisation : 2 août 2021, p. 10, article 25). Les publications relatives aux frais et charges ont été effectuées par l'AMF après l'entrée en vigueur des articles 10 et 11 Règlement (UE) 2019/1156 : AMF, *Frais et charges réglementaires*, 2 août 2021. Plus de précisions sur ce point : RIASSETTO I., « *Pour une commercialisation transfrontalière sans entrave des fonds d'investissement européens* », op.cit., n°47 ; GABAÏ K., « *Distribution transfrontalière des fonds d'investissement dans l'UE : le nouveau cadre se dessine* », Issu de Bull. Joly Bourse, n°04, 1er juillet 2020, p. 32. Sur les insuffisances du régime antérieur au règlement 2019/1156 au regard du domaine du capital-risque : Invest Europe, *venture capital industry, response to the European Commission's Public Consultation on the main barriers to the cross-border distribution of investment funds across the EU*, p. 33 et s.). Il convient également de mentionner, au-delà de l'harmonisation des frais et des charges, la mise en place des règles améliorant la transparence en matière de règles nationales liées à la commercialisation :

à la mise en place des facilités locales¹²⁷³ et d'établir des règles harmonisées au regard des communications publicitaires¹²⁷⁴. La Directive *crossborder*, quant à elle, a notamment imposé des exigences communes à tous les États membres notamment en matière de cessation de commercialisation¹²⁷⁵.

Certaines mesures prises par le législateur européen afin de faciliter la commercialisation des fonds de capital-investissement méritent une attention particulière au regard de leur impact sur le financement des *start-up*. Il s'agit d'abord de la création d'une catégorie de fonds de capital-risque bénéficiant d'un régime harmonisé (1) et de l'harmonisation des droits nationaux permettant la prise en compte d'une technique propre au capital-risque intermédié : la pré-commercialisation (2).

1) Le règlement EuVECA et la commercialisation des fonds de capital-risque au sein de l'Union européenne

222 Une volonté de faciliter la commercialisation transfrontière des fonds de capital-investissement. Le régime de commercialisation mis en place Directive AIFM comportait des obstacles majeurs de la perspective des gestionnaires de fonds de capital-risque. Après l'adoption de la directive, seuls les fonds gérés par les sociétés de gestion agréées au sens de la Directive AIFM pouvaient bénéficier d'un régime harmonisé en matière de commercialisation¹²⁷⁶. Les fonds sans société de gestion agréé au sens de la Directive AIFM

Règlement (UE) 2019/1156, article 5 (RIASSETTO I., « *Pour une commercialisation transfrontalière sans entrave des fonds d'investissement européens* », op.cit., p. 401, n°36).

¹²⁷³ Abordé *infra* n°248.

¹²⁷⁴ Règlement (UE) 2019/1156, article 4. (RIASSETTO I., « *Pour une commercialisation transfrontalière sans entrave des fonds d'investissement européens* », op.cit., n°48 ; GABAÏ Karen, « *Distribution transfrontalière des fonds d'investissement dans l'UE : le nouveau cadre se dessine* », op.cit., p. 400, n°32).

¹²⁷⁵ Sur les conditions de la cessation de commercialisation des FIA : articles L.214-24-1 et L.214-24-2 du Code monétaire et financier ainsi qu'articles 421-3-1 et 421-14-1 du Règlement général de l'AMF ; Article 32 bis de la directive (UE) 2019/1160. Sur ce point : RIASSETTO I., « *Distribution transfrontalière d'OPC : la directive Crossborder est transposée !* », Bull. Joly Bourse- n°05 - p. 23, 1^{er} septembre 2021.

¹²⁷⁶ L'agrément en qualité de société de gestion est seulement obligatoire en cas de dépassement de certains seuils indiqués au IV de l'article L.532- 9 qui renvoie à l'article L.214-24 du Code monétaire

se trouvaient, par voie de conséquence, en dehors du périmètre de la directive. Or, en raison de leurs encours sous gestion modestes certains fonds de capital-risque pouvaient se trouver pénalisés par cette approche¹²⁷⁷.

Le législateur européen a formulé une réponse aux difficultés affectant le marché des fonds de capital-risque à travers le règlement EuVECA¹²⁷⁸ (ci-après « *Règlement EuVECA* »). L'atout majeur du label EuVECA est précisément la commercialisation facilitée des fonds de capital-risque, ne disposant pas de société de gestion agréée¹²⁷⁹

et financier (les seuils résultent de l'article 3, 2 de la directive 2011/61/UE). Il s'agit du le seuil de 100 millions d'euros, y compris les actifs acquis par le recours à l'effet de levier et celui de 500 millions d'euros lorsqu'ils ne recourent pas à l'effet de levier. Sur l'application du régime de commercialisation issu de la directive AIFM : AMF, *Position AMF, Guide sur les régimes de commercialisation des OPCVM et des FIA en France* – DOC 2014-04, date d'actualisation : 2 août 2021, p. 8-9, n°3.2. Les fonds d'investissement alternatifs n'ayant pas dépassé ces seuils peuvent toutefois opter pour l'application intégrale de la directive AIFM, ce qui leur permet d'avoir accès à la libre gestion et commercialisation des fonds au sein de l'Union européenne (AMF, *Guide AIFM, Société de gestion*, op.cit., p. 9 à10, n° 2.2.2 ; *Position AMF Guide sur les régimes de commercialisation des OPCVM et des FIA en France* – DOC 2014-04, op.cit., p. 8 à 9, n°3.2 ; STORCK M., « *Les impacts de la directive AIFM sur les sociétés de gestion existantes au 22 juillet 2013* », RTD Com. 2013 p.315).

¹²⁷⁷ Sur l'importance d'un passeport aux les fonds de capital-risque ayant des encours faibles : EVCA, *Response to the European Commission public consultation document on a new European regime for Venture Capital*, 9 August 2011, p. 1, 2 et 3.

¹²⁷⁸ Règlement (UE) no 345/2013 du parlement européen et du conseil du 17 avril 2013 relatif aux fonds de capital-risque européens

¹²⁷⁹ Le statut EuVECA (issue du Règlement (UE) no 345/2013 du parlement européen et du conseil du 17 avril 2013 relatif aux fonds de capital-risque européens) est ouvert aux gestionnaires ne dépassant pas les seuils prévus à l'article 3, 2. de la directive 2011/61/UE. Le Règlement EuVECA est adapté aux « *petits gestionnaires* » dans la mesure où il n'exige pas la désignation d'un dépositaire, ce qui présente une économie de coût important, sous réserve que les seuils résultant de l'article 3, 2 de la directive 2011/61/UE ne soient pas dépassés (les sociétés de gestion agréées conformément à la directive AIFM sont en revanche tenus de désigner un dépositaire en vertu du 2 de l'article 14 a du Règlement (UE) 2017/1991 du Parlement européen et du Conseil du 25 octobre 2017 modifiant le règlement (UE) no 345/2013 relatif aux fonds de capital-risque européens et le règlement (UE) no 346/2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens). Sur absence d'obligation de désigner un dépositaire : Commission staff working document impact assessment accompanying the document proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 345/2013 on European venture capital funds and Regulation (EU) No 346/2013 on European social entrepreneurship funds, SWD/2016/0228 final - 2016/0221 (COD), p. 56. Sur l'impact de la désignation d'un dépositaire: EVCA, *Response to the European Commission Green paper on Building Capital markets Union*, 13 May 2015, p. 24.

par la mise en place d'un passeport simplifié. Les gestionnaires souhaitant utiliser la dénomination EuVECA peuvent obtenir un enregistrement unique leur permettant de commercialiser les fonds de capital-risque à l'échelle européenne¹²⁸⁰ sous réserve de remplir des conditions organisationnelles de bonne conduites similaires à celles résultant de la Directive AIFM¹²⁸¹.

Il est important de noter que l'objectif énoncé dans le préambule du règlement était l'amélioration du financement des *start-up*¹²⁸². Cette volonté est également reflétée dans les conditions d'éligibilité des actifs au sein du portefeuille d'un fonds EuVECA, qui ciblait les PME de manière spécifique. Le 70% des actifs du fonds doivent être constitué des titres de capital¹²⁸³ des entreprises non cotées ou des PME européennes cotées¹²⁸⁴.

¹²⁸⁰ L'enregistrement d'un fonds EuVECA (conditionné au respect de l'article 14, 2° du Règlement (UE) no 345/2013 du parlement européen et du conseil du 17 avril 2013) est valable dans tous les états membres de l'Union européenne (Article 14, 3° du Règlement (UE) no 345/2013 du parlement européen et du conseil du 17 avril 2013). Sur ce point : BONNEAU T., « *Fonds de capital-risque européens et fonds d'entrepreneuriat social européen* », RDBF n° 4, Octobre 2013, comm. 146. Le Règlement (UE) no 345/2013 interdit, par ailleurs, d'imposer des procédures administratives ou d'une approbation préalable à la commercialisation en vertu de son article 16.

¹²⁸¹ Le Règlement EuVECA (UE) no 345/2013 impose aux gestionnaires des conditions relatives à la nature des actifs admis au portefeuille du fonds (abordés dans le présent paragraphe) ; aux instruments financiers (article 5 du Règlement) ; à la commercialisation réservée aux clients professionnels (article 6 du Règlement). Il convient par ailleurs de faire mention que les gestionnaires doivent satisfaire des conditions liées informations destinées aux investisseurs (article 13 du Règlement) ; des obligations liées à la sélection et le suivi des actifs (article 7 du Règlement) ; à la détection des conflits d'intérêts (article 9 du Règlement) ; aux fonds propres suffisants (article 10 du Règlement) ; à l'évaluation (article 11 du Règlement) et à la remise d'un rapport annuel (article 12 du Règlement). Enfin, il convient également de faire mention du règlement récemment adopté relatif à la gestion des conflits d'intérêts des fonds EuVECA (Règlement délégué (UE) 2019/820 de la Commission du 4 février 2019, complétant le règlement (UE) no 345/2013 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les conflits d'intérêts dans le domaine des fonds de capital-risque européens).

¹²⁸² Règlement (UE) no 345/2013, consid. 18.

¹²⁸³ Règlement (UE) n° 345/2013, article 3, a), i) et ii).

¹²⁸⁴ Règlement (UE) n° 345/2013, article 3, d). Les entreprises non cotées doivent employer moins de 499 personnes.

223 Les changements réglementaires permettant d'améliorer l'efficacité du dispositif EuVECA. Malgré ses vertus le Règlement EuVECA n'a initialement pas connu le succès attendu¹²⁸⁵. Afin d'améliorer l'attractivité du dispositif le législateur européen a décidé d'étendre le bénéfice du passeport simplifié aux gestionnaires ayant des encours sous gestion plus importants dans un règlement modifiant le dispositif initial dédié aux fonds EuVECA. Les changements intervenus ont non seulement mis fin à la limitation de la taille des véhicules entrant dans le périmètre du statut EuVECA¹²⁸⁶ mais ont également élargi le champ des sociétés émettrices éligibles au portefeuille du fonds (les entreprises employant jusqu'au 499 salariés et les PME cotées sur le marché de croissance sont désormais éligibles)¹²⁸⁷.

Le règlement modificatif de 2017 a par ailleurs permis d'affiner les procédures administratives liées à la commercialisation des fonds, imposant un délai d'instruction de la demande d'enregistrement de deux mois maximum¹²⁸⁸, et a également harmonisé les exigences relatives aux fonds propres qui, en raison des divergences réglementaires entre les États membres, pouvaient s'avérer désincitatif au regard des petits gestionnaires¹²⁸⁹.

¹²⁸⁵ Invest Europe, *Response to the Capital Markets Union Mid-term review 2017*, 17 March 2017, spéc. n°1, p. 2; RIASSETTO I., « *Que faire pour accroître l'attractivité des fonds de capital-risque européen (EuVCA) et des fonds d'entrepreneuriat social européen (EuSEF) ?* », Bull. Joly Bourse- n°12, 1^{er} décembre 2015, p. 539 et s., spéc. n°2.

¹²⁸⁶ Règlement (UE) 2017/1991, article 1, 1). Sous l'empire du Règlement EuVECA adopté en 2013, au-dessus du seuil de 500 000 euros les gestionnaires devaient nécessairement se soumettre aux obligations résultant de la directive AIFM en vertu de l'article 2, a) du Règlement (UE) n° 345/2013. Il convient enfin de préciser que les sociétés de gestion agréées au sens de la directive AIFM restent soumises aux exigences résultant de cette directive hormis les critères liés aux actifs éligibles des fonds EuVECA. Sur les travaux européens et la réflexion de l'ouverture de l'EuVECA aux sociétés de gestion ayant des encours sous gestion plus importants : Commission staff working document impact assessment accompanying the document proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 345/2013 on European venture capital funds and Regulation (EU) No 346/2013 on European social entrepreneurship funds, SWD/2016/0228 final - 2016/0221 (COD), n°6.1.2.

¹²⁸⁷ Règlement (UE) 2017/1991 du Parlement européen et du Conseil du 25 octobre 2017, article premier, 2). Sur la nécessité de cette évolution : Invest Europe, *Position Paper, Review of the EuVECA Regulation*, September 2016, p. 3, III.

¹²⁸⁸ Règlement (UE) 2017/1991, article 14 ter

¹²⁸⁹ Règlement (UE) 2017/1991, article premier 4).

Les fonds EuVECA, qui bénéficient désormais de l'encadrement des frais et des charges imposées par le Règlement *crossborder*, ainsi que de l'harmonisation des communications publicitaires initié par ce règlement¹²⁹⁰, s'avèrent aujourd'hui des outils beaucoup plus attractifs au regard des acteurs du capital-risque que sous le cadre réglementaire initial.

2) *La prise en compte des méthodes de commercialisation propre au capital-risque*

224 La pré-commercialisation : une technique importante du capital-risque facilitée par le droit européen. Les gestionnaires des fonds de capital-risque doivent faire appel à des méthodes de commercialisation spécifiques afin de réaliser leur levée de fonds avec succès. La pré-commercialisation fait partie de ces techniques. Elle permet à un gestionnaire de sonder le marché, et notamment les investisseurs fortunés ou professionnels¹²⁹¹, avant de procéder à la commercialisation qui peut s'avérer indispensable en présence d'un nouveau marché ou actif¹²⁹².

Sur la nécessité de changements sur ce point : Règlement (UE) 2017/1991, consid. 13 et RIASSETTO I., « *Que faire pour accroître l'attractivité des fonds de capital-risque européen (EuVCA) et des fonds d'entrepreneuriat social européen (EuSEF) ?* », op.cit. p. 340, n°6 ; Invest Europe, *Position Paper, Review of the EuVECA Regulation*, op.cit., p. 5 et 6, n°5 ;

¹²⁹⁰ Règlement (UE) 2019/1156 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019. Les dispositions relatives à l'harmonisation relative aux communications publicitaires (article 4 du Règlement) ainsi que celles portant sur l'encadrement des frais et charges (article 9 du Règlement) bénéficient également aux EuVECA. Le Règlement (UE) 2017/1991 renforce l'encadrement des frais et charges au sein de l'article 14, 2. modifié du règlement initial (345/2013).

Sur impact negative des frais et les charges liés à l'enregistrement des fonds: Commission staff working document impact assessment accompanying the document proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 345/2013 on European venture capital funds and Regulation (EU) No 346/2013 on European social entrepreneurship funds, SWD/2016/0228 final - 2016/0221 (COD), p. 18 (n°3.1.7) p. 55 et 56 (Section 6) 7.

¹²⁹¹ La pré-commercialisation est réservée aux investisseurs professionnels ou à ceux dont la souscription serait supérieure ou égale à 100 000 euros. La position de l'AMF sur ce point : AMF, *Guide sur les régimes de commercialisation des OPCVM, des FIA et des fonds d'investissement en France*, DOC-2014-04, 2 août 2021, p. 20. Sur ce point : RIASSETTO I., « *Distribution transfrontalière d'OPC : la directive Crossborder est transposée !* », op.cit. p. 24 et s., n°5 et s.

¹²⁹² RIASSETTO I., « *Pour une commercialisation transfrontalière sans entrave des fonds d'investissement européens* », op.cit., p. 402, n°41 et n°42 ; Invest Europe, « *Position paper on the*

Devançant le droit européen, le droit français s'est doté d'abord d'une définition de la pré-commercialisation en 2016¹²⁹³. Le cadre juridique européen ne connaissait pas, en effet, pas de définition harmonisée de cette notion jusqu'à la réforme opérée par la directive et Règlement *crossborder*¹²⁹⁴ modifiant à la fois la Directive AIFM¹²⁹⁵ et le Règlement EuVECA¹²⁹⁶.

La transposition de la directive 2017 /1960, si elle n'a pas apporté de changement significatif en droit français, a également permis d'affiner les critères de la pré-commercialisation¹²⁹⁷. La directive a également apporté des allègements : la position de l'AMF applicable avant la transposition de la Directive *crossborder* limitait le

European Commission's proposed Omnibus legislation on cross-border distribution of investment funds », May 2018, p. 3 et 4, n°1. En matière de nouvelle catégorie d'actifs nous pouvons citer comme exemple les actifs numériques qui sont désormais éligibles aux portefeuilles des deux catégories de fonds professionnels en France : aux FPS et aux FPCI. (L'article 88 de loi 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises a modifié les articles L.214-154 et L.214-160 du Code monétaire et financier).

¹²⁹³ Le régime de pré-commercialisation était introduit en 2016 au sein d'une instruction : AMF, *Guide sur les régimes de commercialisation des OPCVM, des FIA et autres fonds d'investissement en France*, p. 4 et 5, n°1). AMF, *Procédures de pré-commercialisation et de commercialisation de parts ou, actions de FIA*, DOC-2014-04, date d'actualisation : 2 août 2021, p. 3 et s. (Chapitre 1). RIASSETTO Isabelle, « *Distribution transfrontalière d'OPC : la directive Crossborder est transposée !* », op.cit., p. 24, n°5

¹²⁹⁴ Le régime issu de la directive (UE) 2019/1160 : articles L.214-24-2-1 et D.214-32-4-1-1 du Code monétaire et financier ainsi que 421-27-3 Règlement général de l'AMF.

¹²⁹⁵ Directive (UE) 2019/1160, article 30 bis.

¹²⁹⁶ Règlement (UE) 2019/1156, article 15.

¹²⁹⁷ Avant la transposition de la directive en droit français la procédure de l'AMF relative à la pré-commercialisation (AMF, *Procédures de pré-commercialisation et de commercialisation de parts ou, actions de FIA*, DOC-2014-04) faisait seulement référence à l'absence d'envoi de bulletin de souscription et à l'envoi de la documentation relative au fonds en question. Le I de l'article D.214-32-4-1-1 du Code monétaire et financier (issu de la transposition de la directive *Crossborder*) émet une série de critères relatifs à la nature des informations pouvant être communiquées. Sur les critères : RIASSETTO I., « *Distribution transfrontalière d'OPC : la directive Crossborder est transposée !* », op.cit., p. 24 et 25, n°7 ; DEVÈZE J. et al., « *Pré-commercialisation* », 1969, Lamy droit du financement, date d'actualisation : novembre 2021.

nombre d'investisseurs pouvant être sollicités dans le cadre de la pré-commercialisation d'un fonds à 50 personnes¹²⁹⁸.

Si l'harmonisation de la définition de pré-commercialisation a constitué un pas important pour le capital-risque européen les nouvelles dispositions relatives à cette technique ont donné lieu à de nouvelles interrogations. Celles-ci concernaient l'articulation de la pré-commercialisation avec les exigences liées aux communications publicitaires définies dans le règlement 2019/1156¹²⁹⁹. Il était, en effet, incertain qu'une opération de pré-commercialisation soit soumise aux exigences imposées par le Règlement *crossborder* en matière de communications publicitaires¹³⁰⁰. Cette incertitude était gênante : l'application des exigences issues du règlement aurait pu s'avérer trop contraignante, et voire préjudiciable à la pratique de la technique de pré-commercialisation¹³⁰¹.

Les lignes directrices de l'ESMA publiées au sujet de la commercialisation en 2021 ont toutefois permis de dissiper ces dernières incertitudes au sujet de la mise en œuvre de la pré-commercialisation à l'échelle européenne en exemptant les sociétés de gestion procédant à une pré-commercialisation des exigences liées aux communications publicitaires¹³⁰².

¹²⁹⁸ Le régime antérieur : AMF, *Procédures de pré-commercialisation et de commercialisation de parts ou, actions de FIA*, DOC-2014-04, p. 3. Sur ce point : RIASSETTO I., « *Distribution transfrontalière d'OPC : la directive Crossborder est transposée !* », op.cit., p. 24, n°6.

¹²⁹⁹ Ces exigences résultent de l'article 4 du règlement (UE) 2019/1156.

¹³⁰⁰ Le document de consultation de l'ESMA ne faisait en effet pas référence à la pré-commercialisation au sein de la partie relative à la définition du périmètre de la notion des communications publicitaires (ESMA, *Consultation Paper, Guidelines on marketing communications under the Regulation on cross-border distribution of funds*, Article, 9 November 2020, Anne IV, article 1).

¹³⁰¹ Invest Europe, *Response to the ESMA Consultation Paper on Guidelines on marketing communications under the Regulation on cross-border distribution of funds*, 8 février 2021, p. 6, question 2.

¹³⁰² ESMA, *Guidelines on marketing communications under the Regulation on cross-border distribution of funds*, ESMA 34-45-1272, 2 août 2021, article 1. Sur ce point : STORCK M., « *Transposition de la directive sur la distribution transfrontalière des organismes de placement collectif* », RDBF n° 5, Septembre 2021, comm. 144, p. 2.

Section II : Les contraintes propres au financement des *start-up* par capital- investissement intermédié

225 L'hétérogénéité des contraintes. Si le capital-risque est généralement considéré comme une source importante du financement des *start-up*, il est toutefois possible de se demander si le capital-risque intermédié convient à toutes catégories de jeunes entreprises innovantes.

Il semble à ce titre nécessaire d'examiner la compatibilité du capital-risque indirect avec les jeunes entreprises innovantes situées en phase de création et d'amorçage et avec celles spécialisées dans les domaines d'activité spécifiques : dans la recherche fondamentale (« *deeptech* ») et dans les services financiers innovants (« *fintech* ») (1§).

Il convient également s'attarder sur les obstacles résultant des contraintes réglementaires pesant sur certains acteurs du capital-risque intermédié (sur les établissements de crédit et les entreprises d'assurance), dont l'activité de capital-risque se trouve, dans une grande mesure, limitée par les règles applicables en matière prudentielle, afin de terminer notre analyse par les obstacles résultant de l'harmonisation incomplète du droit de la gestion collective, notamment en matière de commercialisation, à l'échelle européenne(2§).

1§) Les contraintes résultant de l'état de maturité des sociétés cibles et de leur domaine d'activité

226 Les contraintes propres à certaines catégories de *start-up*. L'une des contraintes majeures pesant sur les fonds de capital-investissement souhaitant financer les jeunes entreprises innovantes trouve sa source dans la rareté des informations disponibles sur ces entreprises et dans la difficulté de l'évaluation de ces dernières (A). Si la jeunesse des *start-up* peut constituer une contrainte majeure au regard des fonds de capital-investissement

d'autres obstacles résultant de la nature même de l'activité exercée par les jeunes entreprises innovantes. En effet, les *start-up* réalisant de la recherche fondamentale, disposent d'un cycle de vie difficilement conciliable avec la durée de vie des fonds fermés. Par ailleurs, certains véhicules du droit français et européen imposent des limitations au financement des *fintech* par voie de capital-investissement (B).

A) Les contraintes résultant de l'état de maturité de la société cible

227 Les difficultés propres aux sociétés en phase de création et en phase de *seed*. Les contraintes pesant sur les sociétés de gestion de portefeuille souhaitant mettre en œuvre des stratégies d'investissement incluant les entreprises en phase d'amorçage ou en création semblent être, dans une grande mesure, de nature économique. Les sociétés qui se livrent à de telles stratégies s'exposent à un taux d'échec extrêmement élevé des *start-up* en phase de création et en phase de *seed*, mais également à l'absence de capacité de valoriser les petites entreprises à travers des méthodes traditionnelles, ces dernières ne disposant pas de documentation technique ou d'historique financier (1).

Outre les difficultés résultant des informations lacunaires mises à la disposition des fonds, il convient également de s'attarder sur les obstacles spécifiques propres au périmètre des actifs éligibles au portefeuille des FCPI. Si cette catégorie de fonds semble adaptée à la majorité des *start-up* il n'en est pas de même pour les entreprises en phase de création ou en amorçage (2).

1) *Les contraintes résultant des obligations des sociétés de gestion de portefeuille*

228 Les contraintes réglementaires propres aux investissements *pre-seed*. Contrairement aux *business angels*, le périmètre d'intervention des fonds de capital-investissement semble limité par des principes réglementaires et le « *droit souple* »¹³⁰³. Ces contraintes trouvent leur source dans les différentes obligations pesant sur les sociétés de

¹³⁰³ Nous entendons employer ce terme par référence aux recommandations de certaines associations professionnelles et d'autres orientations n'ayant pas de force obligatoire mentionnées dans le présent paragraphe.

gestion agréées au titre de la Directive AIFM mais également dans les recommandations émises par les associations professionnelles dont les lignes directrices sont susceptibles d'être utilisées par les régulateurs (IPEV, France Invest ou Invest Europe).

Il convient d'abord de noter que les sociétés de gestion doivent réaliser un audit exhaustif¹³⁰⁴ et doivent posséder une connaissance adéquate de la société cible avant de prendre une décision d'investissement¹³⁰⁵. Ces exigences peuvent, à elles seules, constituer une contrainte au regard de certaines *start-up*, notamment celles en phase de création (« *pre-seed* »).

Les entreprises en phase *pre-seed* étant des sociétés en formation, elles n'ont fréquemment pas d'autre élément pour convaincre les investisseurs que leurs compétences personnelles et un *business plan*. Or, l'absence complète d'informations vérifiables (de nature technique ou financière) permettant d'étayer les données mises en avant dans le *business plan* semble difficilement conciliable avec le niveau de connaissance exigé par la réglementation applicable aux sociétés de gestions de portefeuille¹³⁰⁶.

¹³⁰⁴ Règlement délégué (UE) n ° 231/2013, article 18, 1 (à voir également : ESMA, *ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive*, 16 November 2011, p. 42).

¹³⁰⁵ Les gestionnaires doivent s'assurer, avant chaque prise de participation, d'avoir des connaissances et une compréhension adéquates de la société ciblée afin de s'assurer de la conformité de l'investissement avec la stratégie investissement du fonds (article 18, 2 du Règlement délégué (UE) n ° 231/2013). Les décisions d'investissement prises par ces sociétés doivent être fondé sur les « *analyses économiques et financières* » étayées et documentées (*ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive*, op.cit., p. 42).

¹³⁰⁶ Outre les principes réglementaires résultant de l'article 18 du règlement délégué (UE) 231/2013 plusieurs associations professionnelles précisent le degré de connaissance qu'un fonds de capital-investissement devrait avoir lors de la phase de *due diligence*. L'association Invest Europe rappelle dans son *handbook* au besoin de conduire des vérifications extensives (Invest Europe, *Professional standards handbook*, April 2018, p. 27). Le guide EVCA formule des recommandations similaires (EVCA, *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*, November 2007, p. 27, n°6.3.3.3). Il est également intéressant de noter sur ce point le degré de due diligence recommandée par le BVCA dans model de *term sheet* (BVCA, *BVCA Model Term Sheet for a Series A Round*) (disponible sur : <https://www.bvca.co.uk/Policy/Industry-guidance-standardised-documents/Model-documents-for-early-stage-investments>).

229 Les contraintes propres à la phase *seed* : les difficultés résultant de l'évaluation et de la gestion des risques. Contrairement à celui des *start-up* en phase de création le financement des sociétés en phase *seed* ne semble pas se heurter à des contraintes réglementaires claires. Ces sociétés disposent déjà d'une structure juridique et même fréquemment même d'un prototype du produit qu'elles souhaitent commercialiser, ce qui leur permet de prouver la réalité de leur projet. Il convient néanmoins de mentionner deux potentiels obstacles qui peuvent limiter l'appétence des fonds de capital-investissement pour le financement des entreprises étant dans une phase de développement aussi précoce.

La principale contrainte au regard des sociétés en phase *seed* semble résulter de l'obligation d'évaluation des actifs, laquelle reste en pratique extrêmement complexe en présence d'une société n'ayant pas généré de chiffre d'affaires (« *pre-revenue* »). Cette complexité est également reflétée par les lignes directrices publiées par l'IPEV. L'écrasante majorité des techniques mentionnées dans les lignes directrices s'avèrent inadéquates au regard des *start-up* n'ayant pas généré de chiffre d'affaires¹³⁰⁷, même si la version actuelle du guide mentionne (contrairement à sa version publiée en 2015) plus explicitement certaines techniques qui pourraient être employées lors de l'évaluation des *start-up* aussi peu matures¹³⁰⁸.

¹³⁰⁷ Il s'agit notamment de la méthode basée sur les « multiples ». Celle-ci nécessite l'existence des résultats et des chiffres d'affaires (International Private Equity and Venture Capital, *Valuation Guidelines*, op.cit., p. 22 suivants, n°3.4). Nous pouvons également mentionner la méthode basée sur le flux de trésorerie actualisé (*discounted cash flow* ou « DCF »). Il convient de souligner que la méthode DCF est basée sur les projections de *cash flow* qui sont très risqués à établir pour une *start-up* en raison du modèle d'affaire évolutif de l'entreprise, la faible quantité de donnée financière d'historique. Sur ce point : MESSICA A., « *Valuation of High-Risk High-Technology Ventures* », SSRN, 4 octobre 2006, p. 2 et 3, n°1. Plus de précisions sur l'application de cette méthode dans le domaine du capital-risque : MONDHIER C., *Ingénierie financière & Private equity*, op.cit., p. 99 ; BOIZARD M., RAIMBOURG P., *Ingénierie financière fiscale et juridique*, Dalloz, 2015-2016, p. 25. Dans les lignes directrices d'IPEV : International Private Equity and Venture Capital, *Valuation Guidelines*, op.cit., p. 32 et 33, n°3.7 et n°3.8. Nous pouvons également citer la méthode basée sur le prix d'un investissement récent qui reste inadéquat en présence de *start-up* n'ayant jamais obtenu de financement (International Private Equity and Venture Capital, *Valuation Guidelines*, op.cit., p. 35, 36, 3.10).

¹³⁰⁸ IPEV mentionne dans ses lignes directrices les méthodes basées sur les options (International Private Equity and Venture Capital, *Valuation Guidelines*, op.cit., p. 55 et 56, n°5). L'avantage de cette

La probabilité de succès de ces sociétés (en en quête d'un investissement auprès d'un fonds) semble également limitée en raison des obligations de gestion de risque qui pèsent sur la société de gestion¹³⁰⁹. Les sociétés de gestion doivent également rester vigilantes et limiter les risques opérationnels ou de liquidité, protégeant ainsi la performance du fonds¹³¹⁰. Or, les sociétés en phase *seed* (comme en phase de création) peuvent se heurter à d'éventuels obstacles technologiques ou réglementaires que les porteurs de projets auraient initialement ignorés. Ces difficultés peuvent entraver le démarrage opérationnel de la société, ou le retarder, ce qui peut sensiblement impacter la performance du fonds de capital-investissement doté d'une durée de vie limitée.

2) *Les contraintes résultant des quotas d'investissement du FCPI et de la définition de la jeune entreprise innovante*

230 Les quotas d'investissement difficiles à satisfaire pour les *start-up*. Si les FCPI s'avèrent un outil intéressant au regard du financement des *start-up* d'une certaine maturité,

méthode, par rapport notamment à la méthode des flux de trésorerie actualisés, qu'elle prend en compte les incertitudes inhérentes aux jeunes entreprises innovantes : la flexibilité managériale, les choix stratégiques de l'entreprise ainsi que la volatilité des revenus (BANK M., WIMBER K., « *Start-up firm valuation : a real-options approach* », Midwest Finance Association 2012 Annual Meetings Paper, 21 mars 2012, p. 1 et 2) Sur cette méthode : MONDHIER C., *Ingénierie financière & Private equity*, op.cit., p. 109 et s.. L'inconvénient de cette méthode reste toutefois sa complexité élevée (HAFIED F., *Capital-risque et le financement de l'innovation, Évaluation des start-up, modes de financement, montages*, op.cit., p. 98). L'IPEV recommande des méthodes basées sur les scénarios simplifiés (International Private Equity and Venture Capital, *Valuation Guidelines*, op.cit., p. 37 et 62). De telles méthodes sont fréquemment employées par les capitaux-risqueurs (comme le « *Berkus method* » ou le « *Scorecard method* »). En revanche leur fiabilité scientifique reste contestable (HAFIED F., *Capital-risque et le financement de l'innovation, Évaluation des start-up, modes de financement, montages*, op.cit., p. 98 et s.). Enfin il convient de noter que IPEV recommande de privilégier l'application des méthodes basées sur les données de marchés (International Private Equity and Venture Capital, *Valuation Guidelines*, op.cit., p. 21, n°3.2.).

¹³⁰⁹ La société de gestion doit mettre en œuvre et respecter en permanence ses limites de risque quantitatives et qualitatives (article 44 du règlement délégué 231/2013). Position – recommandation AMF, *Guide relatif à l'organisation de la gestion des risques, de la conformité et du dispositif du contrôle au sein des sociétés de gestion de portefeuille* – DOC-2014-06, date d'actualisation : 21 mars 2022, date d'actualisation : 24 janvier 2019, p. 5, n°1.1.3.

¹³¹⁰ Règlement délégué (UE) n° 231/2013, article 47.

ils connaissent des contraintes particulières en droit français limitant l'accès de ces fonds aux sociétés en phase de création ou d'amorçage. Les entreprises innovantes éligibles aux ratios d'investissement du FCPI doivent, en effet, respecter des conditions qui semblent difficilement surmontables par les *start-up* les plus jeunes.

231 La condition liée aux dépenses de recherche.

231.1 Les contraintes résultant de la qualification des dépenses de recherche. Afin d'être éligibles au ratio du FCPI, les *start-up* doivent satisfaire les critères liés aux dépenses de recherches. Pour ce faire les jeunes entreprises innovantes doivent notamment réaliser des dépenses ouvrant droit au crédit d'impôt recherche (ou « CIR »)¹³¹¹. Si les entreprises ne sont plus tenues d'avoir un exercice complet clos pour répondre à ce critère¹³¹² elles doivent néanmoins faire appel à un expert-comptable (ou à un commissaire aux comptes) afin de certifier leurs dépenses de recherches¹³¹³.

Les entreprises en question doivent également démontrer que le produit en cours de développement présente une innovation au regard de l'état de l'art et qu'actuellement « aucune solution accessible n'existe » à la difficulté scientifique rencontrée¹³¹⁴. De plus, les lignes directrices relatives au crédit d'impôt de recherche précisent qu'il ne suffit pas que la recherche porte sur un domaine nouveau ou qu'elle présente un caractère expérimental¹³¹⁵. La solution apportée doit également être considérée comme « originale »¹³¹⁶.

¹³¹¹ La recherche doit représenter 10% des charges d'exploitation de la société en vertu de l'article L.214-30, I, c) du Code monétaire et financier.

¹³¹² L'article L.214-30 du Code monétaire et financier a été modifié par la loi n° 2013-1279 du 29 décembre 2013 de finances rectificative pour 2013 (1), article 18.

¹³¹³ Article L.214-30, I, 1° c) du Code monétaire et financier.

¹³¹⁴ Ministère de l'enseignement supérieur de la recherche et de l'innovation, *Guide du crédit d'impôt recherche*, 2022, p. 7.

¹³¹⁵ Ibidem, op.cit., p. 12.

¹³¹⁶ Ibidem, op.cit, p. 13 et 14.

Une grande partie des *start-up*, notamment en début d'activité, ne semblent, dès lors, pas éligible au crédit d'impôt recherche, qui donne une définition très stricte de l'innovation en liant cette notion à l'existence à une avancée scientifique¹³¹⁷. Or il est possible de se demander dans quelle mesure cette définition répond aux besoins des capitaux-risqueurs qui peuvent également être intéressés, outre l'innovation par rapport à l'état de l'art, par le positionnement de l'entreprise sur le marché et le caractère innovant de l'offre globale de l'entreprise.

231.2 Les contraintes résultant des exigences de Bpifrance. La *start-up*, afin de devenir éligible au portefeuille d'un FCPI, peut également solliciter la qualification d'entreprise innovante auprès de « *l'organisme chargé de soutenir l'innovation et désigné par décret* »¹³¹⁸. Aujourd'hui, cet organisme est Bpifrance¹³¹⁹ (ayant absorbé l'OSEO qui a succédé à l'ANVAR¹³²⁰). L'évaluation menée par Bpifrance nécessite

¹³¹⁷ En effet, le développement d'un logiciel afin de répondre à une problématique existante dans un domaine non-informatique ne semble pas répondre aux critères du CIR » *Souvent, l'informatique est utilisée comme outil pour solutionner des problèmes non informatiques. Dans ce cas, il est probable qu'il n'y ait pas de recherche en informatique. Souvent, les domaines abordés sont multidisciplinaires. Il est difficile alors d'identifier une opération à déclarer parmi tous les travaux réalisés.* » (Ministère de l'enseignement supérieur de la recherche et de l'innovation, *Guide du crédit d'impôt recherche*, op.cit, p. 14).

¹³¹⁸ Article L.214-30, I, 1°, c) du Code monétaire et financier.

¹³¹⁹ L'OSEO a été remplacé par l'EPIC Bpifrance par le décret n° 2015-1498 du 18 novembre 2015. Sur le remplacement de l'OSEO par Bpifrance MANSON C., « *Entreprises à capital intégralement public* », Fasc. 178-25, JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 10 octobre 2018, n°15 ; MARTIN J., THEBAULT D., « *Service public à caractère industriel et commercial* », Fasc. 150-1, JCl. Administratif, date d'actualisation. : 26 avril 2016, n°89. Sur l'exercice de la fonction de « *l'organisme chargé de soutenir l'innovation et désigné par décret* » : PAT - ISF - Calcul de l'impôt - Réduction d'impôt au titre des souscriptions de parts de fonds d'investissement de proximité (FIP) ou de fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI), n°220.

¹³²⁰ La désignation de l'ANVAR pour apprécier la qualité innovante de l'activité des *start-up* : décret n°97-237 du 14 mars 1997 relatif aux fonds communs de placement dans l'innovation, article 1. En 2005 ANVAR s'est transformée en OSEO-Anvar (Ordonnance n° 2005-722 du 29 juin 2005 relative à la Banque publique d'investissement). Sur ce point : BLIN M., *L'Agence nationale de valorisation de la recherche (ANVAR) : une gestion à l'envers, Rapport d'information n° 220 (2006-2007)*, Rapport d'information n° 220 (2006-2007), déposé le 7 février 2007, Avant-propos ; IS - Base d'imposition – Dispositifs particuliers – Règles spécifiques aux fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) créés avant le 1er janvier 2002 et n'ayant pas opté pour le nouveau régime issu de la loi de finances pour 2002, BOI-IS-BASE-60-20-40-10, 12 septembre 2012, n°70.

toutefois que les produits ou procédés créés par la société aient des perspectives de développement économique reconnus, que l'entreprise dispose d'une équipe interne de recherche et de développement (ou qu'elle sous-traite cette activité), et que la recherche et développement génère un chiffre d'affaires significatif¹³²¹. Ces exigences, si elles semblent pouvoir être satisfaites par certaines *start-up*, paraissent contraignantes pour les entreprises en phase d'amorçage.

Ces facteurs peuvent inciter les gestionnaires à opérer une sélection très forte parmi les cibles potentielles et semblent réduire le périmètre de l'intervention des fonds de manière significative.

232 Le cas particulier des BSA. Il convient d'ajouter que les BSA ne sont pas éligibles au quota dédié aux entreprises innovantes du FCPI. Si l'article L.214-30 du Code monétaire et financier paraît ouvrir la possibilité à l'éligibilité de ces actifs au quota de 70% (en opérant un renvoi aux règles d'investissement du FCPR), ce même article exclut les BSA de l'actif du fonds sauf si ces derniers sont attachés à un titre primaire qualifié de titre de capital ou à un titre obligataire¹³²². Cette exclusion semble regrettable, d'autant plus que les BSA connaissent plusieurs variantes adaptées aux sociétés en phase d'amorçage (notamment les *BSA Ratchet* et les *BSA Air*).

B) Les contraintes liées au financement des *deeptech* et *fintech*

233 Outre les limitations relatives à l'état de maturité des *start-up* il convient également d'insister sur certaines insuffisances propres aux droits français et européen. En effet, la grande majorité des véhicules dédiés au financement de l'innovation en droit français est incompatible avec le modèle d'affaire des entreprises opérant dans le secteur du *deeptech*

¹³²¹ Bpifrance, *Qualification "entreprise innovante", Accès aux FCPI*, (accessible via le lien suivant : <https://www.bpifrance.fr/catalogue-offres/soutien-a-linnovation/qualification-entreprise-innovante>).

¹³²² L.214-30 du Code monétaire et financier, III, 1°. Sur ce point : IR - Réduction d'impôt au titre des souscriptions en numéraire au capital de petites et moyennes entreprises (PME) non cotées - Champ d'application - Souscriptions éligibles, BOI-IR-RICI-90-10-10, 9 mai 2014, n°10.

(1). En outre, les *start-up* innovantes opérant dans le domaine de l'innovation financière se trouvent pénalisées par le cadre juridique français et européen (2).

1) *L'incompatibilité du modèle d'affaire des fonds de capital-risque avec les deeptech*

234 Les besoins particuliers des sociétés *deeptech*. Il convient d'abord d'évoquer certaines contraintes qui sont susceptibles de concerner une catégorie importante de *start-up*, celles qui visent à créer une innovation de rupture, couramment appelés « *deeptech* ».

L'expression *deeptech* couvre un champ très vaste d'entreprises opérant dans le domaine de la recherche fondamentale (leur activité s'oppose ainsi aux *start-up* réalisant des recherches appliquées et incrémentales¹³²³).

Les problèmes de financement résultent du *business model* de ces entreprises : le développement d'innovations de rupture ne porte généralement ses fruits qu'après de nombreuses années et requiert « *une forte intensité capitalistique* »¹³²⁴. Les *start-up* opérant dans ce domaine peuvent donc se heurter aux problèmes de financement en raison de la frilosité des investisseurs vis-à-vis des projets de recherche de long terme. Les jeunes entreprises innovantes sont cependant également susceptibles de rencontrer des obstacles en droit français en raison des règles propres aux différentes catégories de fonds de capital-investissement¹³²⁵.

¹³²³ Sur les différents types de recherches : Ministère de l'enseignement supérieur de la recherche et de l'innovation, *Guide du crédit d'impôt recherche*, op.cit., p. 5 ; HAFIED F., *Capital-risque et le financement de l'innovation, Évaluation des start-up, modes de financement, montages*, op.cit., p. 40.

¹³²⁴ Ces difficultés qui semblent structurelles à l'innovation de rupture sont évoquées dans nombreuses études relatives aux *deeptech* (Panorama des fonds de capital-risque Deep Tech, *Une enquête de la Direction générale des Entreprises*, Février 2021, p. 3, 13 et 14 ; HAFIED F., *Capital-risque et le financement de l'innovation, Évaluation des start-up, modes de financement, montages*, op.cit., p. 40.

¹³²⁵ BCG, Hello Tomorrow, *The Deep Tech Investment Paradox : a call to redesign the investor model*, 2021, p. 12 et s.

235 L'incompatibilité de certains fonds de capital-risque français avec les besoins des *deeptech*. Outre les connaissances scientifiques approfondies et une appétence aux risques élevée, qui sont nécessaires pour réaliser des investissements dans le domaine du *deeptech*, il convient de mettre en lumière une contrainte particulière qui est susceptible de constituer un potentiel obstacle au regard fonds des capital-investissement souhaitant financer les projets de recherche fondamentale.

En effet, les fonds de capital-investissement ouverts aux particuliers de droit français (notamment les FCPR, les FIP et les FCPI) disposent d'une durée de vie fixe, prévue dans le règlement du fonds en question, qui ne peut pas excéder dix ans (délai au terme duquel les porteurs de parts peuvent exiger la liquidation du fonds¹³²⁶). Or cette durée peut être insuffisante pour les projets d'innovations de rupture¹³²⁷, d'autant plus que les gestionnaires doivent commencer à préparer la liquidation du fonds, et donc à la cession des actifs, bien avant le délai de dix ans afin que la dissolution puisse avoir lieu à temps¹³²⁸. Il convient néanmoins de noter que, les ELTIF, bien qu'ouverts aux particuliers, ne connaissent pas ces mêmes contraintes en termes de durée¹³²⁹. Il en va de même pour les FPS, les SLP et les fonds FPCI¹³³⁰ lesquels peuvent avoir une durée de vie de 99 ans.

¹³²⁶ DEVÈZE J. et al., « *Rachat des parts* », 1969, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

¹³²⁷ Le rapport *The Deep Tech Investment Paradox: a call to redesign the investor model* suggère une durée de 15 ans. Cette durée est déjà adoptée par certains fonds de capital investissement (BCG, Hello Tomorrow, *The Deep Tech Investment Paradox: a call to redesign the investor model*, p. 34). Egalement sur ce point : HAFIED F., *Capital-risque et le financement de l'innovation, Évaluation des start-up, modes de financement, montages*, op.cit., p. 40.

¹³²⁸ La période de cession est susceptible de prendre 2-3 ans (MOULIN Florence, SCHMIDT Daniel, *Les fonds de capital investissement*, op.cit., p. 148).

¹³²⁹ Le règlement ELTIF exige seulement la désignation d'une date précise au regard de la durée de vie du fonds (*Règlement (UE) 2015/760*, article 18) ; AMF, *Guide sur les fonds européens d'investissement à long terme (FELIT ou ELTIF)*, janvier 2016, p. 7, n°8. Sur les conditions d'ouverture des ELTIF aux investisseurs de détail voir *infra* n°248.

¹³³⁰ La durée de ces fonds est fixée par leurs règlement (pour le FPS : 214-157, I du Code monétaire et financier et pour le FPCI : L.214-10, III du Code monétaire et financier).

236 Les contraintes atténuées par certains dispositifs de financement publique. Au-delà des spécificités liées aux fonds de capital-investissement dans le domaine du financement des *deeptech* il convient de noter un effort significatif de l'État français pour financer les entreprises opérant dans le domaine de la recherche fondamentale. Parmi les nombreuses mesures visant les *start-up* technologiques de manière générale, nous nous contenterons de mentionner quelques-unes spécifiques aux *deeptech* : la création de la bourse « *French Tech émergence* », l'ouverture des aides au développement à destination de cette catégorie d'entreprises¹³³¹. Dans ce domaine il convient également d'insister sur l'importance des accélérateurs SATT.

Ces derniers s'avèrent être des établissements d'accompagnements efficaces et constituent des canaux importants permettant aux entreprises ayant des projets de recherche fondamentale d'être plus facilement cernées par les fonds de capital-investissement¹³³².

2) *Les contraintes liées au financement des fintechs par certains fonds de capital-investissement*

237 Une diversité d'entités couvertes par l'expression « *fintech* ». Les *fintechs* désignent l'ensemble des sociétés exerçant une activité financière et assistant ces entreprises

¹³³¹ France 2030, *Start-ups industrielles et deep tech*, op.cit., p. 6 et 14. Pour un panorama des actions publiques au regard du développement du *deep-tech* (Ministère de l'économie, des finances et de la relance, *Panorama des fonds de capital-risque Deep Tech, Une enquête de la Direction générale des Entreprises*, op.cit., p. 12 à 15 ainsi que 44 et s.). Une autre mesure importante est la création d'un guichet unique à destination des *start-up* industrielles : France 2030, *Start-ups industrielles et deep tech*, p. 6 et 15.

¹³³² Sur l'importance des SATT en matière de financement des *deep tech* : France 2030, *Start-ups industrielles et deep tech*, 19 janvier 2022, p. 14. Le SATT rattaché à l'Université Paris-Saclay revendique notamment la création de 23 projets *deeptech* (accessible via le lien : <https://satt-paris-saclay.fr/en/deep-tech-successful-projects/>). Un rapport évoque néanmoins la difficulté des SATT de financer des projets de recherche de long terme : ADNOT P., Les Satt : *Des structures de valorisation de la recherche publique qui doivent encore faire la preuve de leur concept*, in : *Rapport d'information au nom de la commission des finances (1) sur les sociétés d'accélération de transfert de technologies (SATT)*, Sénat n°683.

comportant un caractère innovant¹³³³. Le terme *fintech* dispose de contours flous¹³³⁴ et comprend une catégorie d'acteurs hétérogènes. Ce terme peut aussi bien comprendre les sociétés soumises à un cadre réglementaire dédié que celles ne faisant pas l'objet de régulation particulière.

Si les sociétés ayant développé des technologies liées à l'analyse réglementaire (également appelé « *regtech* »)¹³³⁵ ne sont, en principe, pas soumises à l'obtention d'un agrément préalable à leur démarrage les entreprises d'investissement (« *neo-brokers* »)¹³³⁶, les établissements de crédits (« *neo-banks* »)¹³³⁷ ayant des *business models* innovants ou encore les plateformes de courtage ou de négociation d'actifs numériques¹³³⁸ sont soumis à des corps de règles spécifiques et doivent obtenir un agrément (ou un enregistrement) auprès des autorités avant débiter leurs opérations.

238 Une contrainte française. Bien qu'elles soient hétérogènes, les *fintechs* se trouvent aujourd'hui pénalisées par la réglementation française en raison des critères d'éligibilité des FCPI, qui excluent les titres émis par les sociétés ayant des activités financières du quota de

¹³³³ La dictionnaire Larousse insiste sur l'économie de coût, qui semble résulter du business model innovant des *fintech* et définit les *fintech* de la façon suivante : « *Start-up du secteur financier qui utilise les nouvelles technologies pour proposer des services bancaires et des produits financiers innovants, plus simples et moins chers* ». Cette définition est accessible via le lien : <https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/fintech/188520>).

¹³³⁴ BONNEAU T., VERBIEST T., *Fintech et Droit*, Rev. Banque, 13 février 2020, p. 17 et s. ; VARGA David, « *Fintech, a new era of financial services* », *Vezetéstudomány, Budapest management review*, November 2017, p. 23.

¹³³⁵ Sur la diversité des services entrant dans la définition du *regtech* : ARNER W. D., BARBERIS J., BUCKLEY P.R., « *FinTech, regTech, and the reconceptualization of financial regulation* », *Northwestern Journal of International Law & Business Law*, Volume 37, Issue 3, 2017, p. 14 et s.

¹³³⁶ Les *neobrokers* semblent répondre à la définition de l'entreprise d'investissement (au sens de l'article L.531-4 du Code monétaire et financier). Pour une définition des *neo-brokers*: MEYER S., UHR C., JOHANNING L., « *Private investors and the neo-brokers : does payment for order flow harm private investors* », University of Southern Denmark, 2021, p. 1, n°1.

¹³³⁷ Les *neo-banks* nous semblent répondre à la définition de l'établissement de crédit au sens de l'article L.511-1 du Code monétaire et financier. Pour une définition des *neo-banks* et leurs différentes formes : ACPR, *Analyses et synthèses, Neobanks seeking profitability*, n°113-2020, p. 10 à 13.

¹³³⁸ Définis dans le cadre juridique français au sein de l'article L.54-10-3 du Code monétaire et financier (qui renvoie aux services sur actifs numériques définis au sein de l'article L.54-10-2 du Code monétaire et financier).

70% réservé aux jeunes entreprises innovantes¹³³⁹. Outre leur caractère pénalisant, les termes employés par les dispositions applicables aux FCPI disposent des contours flous : il est possible de se demander si l'expression « *activités financières* » concerne uniquement les entreprises exerçant une activité réglementée (conditionnée à l'obtention d'une autorisation préalable) ou également les entreprises qui assistent les entreprises régulées : les *regtech*. Il est, en outre, possible de se demander si les entreprises spécialisées dans les actifs numériques sont visées par l'exclusion.

239 Une difficulté renforcée par le droit européen. Les FCPI ne sont pas les seules catégories de fonds en droit français qui pénalisent les entreprises exerçant une activité financière. Les fonds européens, type EuVECA et ELTIF, excluent à leur tour de leur quota d'investissement, réservé respectivement aux PME et aux sociétés non cotées, les sociétés exerçant une activité d'établissement de crédit ou d'entreprise d'investissement, pénalisant ainsi les *neo-banks* et les *neo-brokers*¹³⁴⁰.

Si l'exclusion des sociétés *fintech* exerçant une activité à caractère financier peut être justifiée par les risques inhérents à l'innovation financière¹³⁴¹, il convient néanmoins de souligner que l'activité des *fintechs* n'engendre pas nécessairement des risques significatifs (l'activité des plateformes *regtech* semble notamment comporter des risques faibles par rapport aux dangers potentiels résultant de l'activité des *neo-banks* et *neo-brokers*).

¹³³⁹ L'article L.214-30, I du Code monétaire et financier renvoie à l'article 885-0 V bis du Code général des impôts, qui exige que les entreprises éligibles au quota d'investissement de 70% des FCPI aient une « *activité industrielle, commerciale, artisanale, agricole ou libérale, à l'exclusion des activités procurant des revenus garantis en raison de l'existence d'un tarif réglementé de rachat de la production, des activités financières, des activités de gestion de patrimoine mobilier définie à l'article 885 O quater et des activités immobilières* ».

¹³⁴⁰ Le règlement ELTIF (Règlement (UE) 2015/760, article 11, 1., a) et le Règlement EuVECA (Règlement (UE) 345/2013, article 3, d), iii) excluent les titres émis par les entreprises d'investissement ou des établissements de crédit parmi les actifs éligibles aux quotas d'investissement mentionnés.

¹³⁴¹ Sur les risques résultant de l'innovation financière et de l'activité des *fintech* : European Parliament, *FinTech: the influence of technology on the future of the financial sector*, 17 May 2017, spec. n°13 ; EVANS J. BROWNING S., *Fintech: a guide to financial technology, briefing paper*, House of Commons Library, Number 9150, n° 3.2., 26 April 2021, p. 23 à 28; BONNEAU T., VERBIEST T., *Fintech et Droit*, op.cit., p. 23 et 26.

De plus, les *fintech* disposent également d'avantages considérables vis-à-vis des investisseurs : elles sont susceptibles de réduire les asymétries informationnelles entre les investisseurs et société cibles¹³⁴² constituant ainsi des outils intéressants pour le financement des *start-up*.

Enfin, l'exclusion des services financiers du périmètre d'investissement de certains fonds de capital-investissement semble présenter un désavantage concurrentiel important au regard des fonds de capital-investissement français européens (vis-à-vis des véhicules étrangers¹³⁴³) et paraît difficilement conciliable avec les objectifs de la Commission européenne visant à permettre la croissance des entreprises *fintech* à l'échelle européenne¹³⁴⁴.

2§) Les contraintes prudentielles et les insuffisances liées à la commercialisation des fonds de capital-risque

240 Les contraintes propres à la réglementation des établissements de crédit, des entreprises d'assurance et celles liées à la commercialisation. Outre les difficultés spécifiques à certaines catégories de *start-up* il convient également d'aborder les obstacles généraux qui constituent des barrières à l'émergence du capital-risque en France et en Europe. Certaines difficultés liées à l'activité de capital-risque résultent directement du cadre juridique européen et notamment des exigences prudentielles pesant sur certaines entreprises : les établissements de crédit et les entreprises d'assurance (A).

Le gain de terrain du capital-risque européen semble également freiné par l'absence d'harmonisation complète de ce moyen de financement par le droit européen. En effet,

¹³⁴² BIS, *Fintech and the digital transformation of financial services: implications for market structure and public policy*, BIS Papers, n°117, July 2021, p. 9.

¹³⁴³ Ayant leur siège social en dehors de l'Union européenne et financées par les fonds de capital-investissements étrangers.

¹³⁴⁴ Sur des *fintech* par l'Union européenne: Communication de la Commission, Plan d'action pour les technologies financières: Pour un secteur financier européen plus compétitif et plus innovant, COM/2018/0109 final, p. 7, n°1.1.

le cadre réglementaire européen relatif aux fonds de capital-investissement paraît encore aujourd’hui largement fragmenté sur le plan juridique et fiscal (B).

A) Les contraintes prudentielles pesant sur les établissements de crédit et les entreprises d’assurance

241 Les difficultés des établissements de crédit et des entreprises d’assurance souhaitant financer des *start-up*. Certains investisseurs institutionnels, notamment les établissements de crédit et les entreprises d’assurance, interviennent fréquemment sur le marché du capital-investissement et sont considérés comme des sources importantes du financement des *start-up* au sein de l’Union européenne¹³⁴⁵.

Ces acteurs connaissent toutefois des contraintes fortes résultant du droit européen et se trouvent limités dans leur marge de manœuvre au regard de l’ampleur de risque pris quand ils interviennent sur le marché du capital-risque. Ces contraintes, qui résultent des règlements et directives européens relatifs aux exigences prudentielles des établissements de crédit et des entreprises d’assurance, sont susceptibles d’impacter négativement le financement des jeunes entreprises innovantes par la voie de capital-investissement (1). Il convient néanmoins de noter que certaines contraintes résultant de la directive Solvabilité II ont récemment fait l’objet d’allègement favorisant ainsi le financement des *start-up* (2).

1) Les contraintes prudentielles pesant sur les établissements de crédit

242 Les contraintes résultant d’un traitement prudentiel défavorable quant à l’activité de capital-risque exercée par les établissements de crédit. Les règles prudentielles pesant sur les établissements de crédit se livrant à des activités de capital-risque

¹³⁴⁵ Une analyse sur le marché du capital-investissement en Europe : Invest Europe, *Investing in Europe, Private Equity Activity, Statistics on Fundraising, Investments & Divestments*, 2020 p. 21 (capital-investissement) et 24 (capital-risque). Une comparaison de la présence des acteurs institutionnels sur le marché du capital-risque aux Etats-Unis et en Europe : AXON, European Commission, *Participation of Institutional Investors in European Venture Capital*, p. 2 et 3.

s'avèrent contraignantes à divers égards. Il convient d'abord insister sur la quantité de capital que ces établissements doivent immobiliser avant d'investir dans les PME ou dans les fonds de capital-investissement.

242.1 Les pondérations défavorables pesant sur les établissements de crédit. La source des contraintes actuelles pesant sur ces établissements sont prévues au sein de l'accord Bâle II¹³⁴⁶ (dont les recommandations ont été reprises par la directive CRD I) qui a assimilé le capital-investissement à une activité à risque « *particulièrement élevé* » et l'a soumise, par conséquent, à une pondération de 150% en ce qui concerne les établissements suivant l'approche standard du calcul du risque de crédit¹³⁴⁷.

L'adoption de l'accord Bâle III n'a pas permis d'alléger ces contraintes. En effet, les textes relatifs à la finalisation des derniers accord Bâle ont recommandé l'augmentation de la pondération des activités de capital-risque à 400%¹³⁴⁸. Si le Règlement CRR II ne reflète pas encore ces changements ces derniers seront transposés en droit européen à

¹³⁴⁶ L'accord Bâle I ne comportait pas encore de dispositions particulières à cet égard (Invest Europe, *Response to the European Banking Authority Consultation on its CRR Guidelines on specification of types of exposures to be associated with high risk*, July 2018, p. 2).

¹³⁴⁷ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, op.cit., n°22 de l'Annexe 11 ; Directive 2006/48/CE, Annexe VI, n°11. Cette pondération a été reprise par l'article 128 du règlement CRR ((UE) 575/2013). Sur la pondération adoptée par CRD I : GOLITIN V., « *Le financement des PME et la réforme de Bâle II* », Bulletin de Banque de France, n°165, 2007, p. 108 ; European Central Bank, *The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union*, op.cit., p. 26 et 27 ; AYADI R., « *The new basel capital accord and SME financing* », op.cit., p. 47. Le cadre juridique français a repris la pondération de 150% de la directive CRD I au sein de l'article 26 de l'arrêté du 20 février 2007 relatif aux exigences de fonds propres applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement, qui a été abrogé par l'article 2 de l'arrêté du 28 juillet 2021.

¹³⁴⁸ La finalisation des accords Bâle III a apporté des précisions sur le traitement de certaines expositions sur les actions non cotées notamment à des fins spéculatives, assimilant ces dernières au capital-risque et en leur accordant une pondération de 400%. Il s'agit des « *Les expositions spéculatives sur actions non cotées sont définies comme des investissements en actions d'entreprises non cotées qui sont effectués à des fins de revente à court terme, ou considérés comme du capital-risque ou des investissements du même type, et qui sont soumis à la volatilité des prix et acquis dans la perspective de substantielles plus-values à venir* » (Comité Bâle du contrôle bancaire, *Bâle III : finalisation des réformes de l'après-crise*, décembre 2017, p. 17, n°50 et n°51).

travers la proposition de Règlement CRR III¹³⁴⁹ sous réserve que le texte soit adopté dans sa version actuelle.

Les établissements de crédit suivant la méthode de notation interne subissent également des pondérations contraignantes. Les portefeuilles des fonds de capital-investissement suffisamment diversifiés étaient, sous l'empire du Règlement CRR II, soumis à une pondération relativement lourde (190% en cas d'application de la méthode de pondération simple¹³⁵⁰). La proposition de Règlement CRR III prévoit cependant d'adopter une position encore plus stricte qui reviendra à soumettre l'ensemble des expositions de capital-risque à la pondération applicable au sein de l'approche standard (à hauteur de 400%)¹³⁵¹.

¹³⁴⁹ Proposition de règlement du parlement européen et du conseil, modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 en ce qui concerne les exigences pour risque de crédit, risque d'ajustement de l'évaluation de crédit, risque opérationnel et risque de marché et le plancher de fonds propres, article premier, (52) relative à l'article 133, 4. Cette proposition, dans son paragraphe 49, propose également de supprimer la pondération applicable aux expositions de capital-risque jusqu'alors prévu au sein de l'article 128.

¹³⁵⁰ A la suite de l'adoption du CRD I les fonds de capital-risque étaient soumis à des pondérations différentes en fonction de l'approche appliquée (approche de notations internes ou l'approche standard). Les établissements appliquant l'approche de notation interne (et au sein de cette approche la méthode de pondération simple) devaient appliquer une pondération de 290% aux actions cotées et une pondération de 370% en présence d'actions non cotées (Directive 2006/48/CE, Annexe VII, n°1.3.1). Les portefeuilles suffisamment diversifiés étaient toutefois soumis à une pondération de 190%. Sur ce point : GOLITIN V., « *Le financement des PME et la réforme de Bâle II* », op.cit., p. 108. Ces pondérations étaient plus souples que celles retenues par l'accord Bâle II qui ne tenait pas compte de la diversification de portefeuille de l'investisseur (European Central Bank, *The new basel capital framework and its implementation in the European Union*, op.cit., 2005, p. 27) : s'agissant des actions cotées la pondération retenue était de 300% et pour les non cotés 400% (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres, dispositif révisé*, version compilée, op.cit., p. 87, n°344). Il convient de noter que le droit français retenait les mêmes pondérations que la directive CRD I (au sein de l'article 58-1 de de l'arrêté du 20 février 2007) tout en imposant des pondérations planchers (190% pour les portefeuilles suffisamment diversifié et 300% pour les autres actions non cotées) pour les établissements appliquant la méthode de modèles internes (article 59-1 de l'arrêté du 20 février 2007) jusqu'à l'abrogation des articles correspondant en 2021. Sur ce point : GOLITIN V., « *Le financement des PME et la réforme de Bâle II* », op.cit., p. 108. Le Règlement CRR et CRR II ont conservé les pondérations de la directive CRD I (au sein du 2 de l'article 155 règlement (UE) 575/2013).

¹³⁵¹ Le Règlement CRR III prévoit supprimer les pondérations accordées par le 2 de l'article 155 du règlement (UE) n° 575/2013 (paragraphe 68 de la proposition de règlement du parlement européen et du conseil, modifiant le règlement (UE) n° 575/2013) et modifie l'article 152 du règlement dont le 4.

242.2 L'absence de prise en compte de la capacité de réduction des risques des fonds de capital-investissement. Il peut être reproché au cadre prudentiel régissant les établissements de crédit que celui-ci ne tient pas compte de la mutualisation des risques, ou encore de la gestion professionnalisée, profitant aux porteurs des parts, comme des facteurs de réduction de risque dans le cadre des opérations de capital-investissement. En effet, l'approche dit de « *transparence* » contraint les établissements de crédit à tenir compte des expositions sous-jacentes des OPC comme si l'établissement en question était directement exposé à ces derniers¹³⁵². Or, la réduction des risques liés à la perte en capital (ou de la défaillance des entreprises financées) constitue l'un des intérêts principaux du recours au financement par capital-investissement intermédié¹³⁵³ et reste particulièrement important en présence des jeunes entreprises ayant un profil de risque élevé.

Par ailleurs, les conditions tenant à l'application des approches de transparence et dit de « *mandat* », imposées par la réglementation, peuvent s'avérer difficiles à remplir

renverra désormais à l'approche standard à la place de la méthode de pondération simple. Sur ce point: Invest Europe, *Position paper on the prudential treatment of banks exposures to private equity and venture capital*, August 2020, p. 3 (2n°) et 9. Les travaux finalisant Bâle III ont également recommandé l'adoption d'une pondération plus importante (400%) : Comité Bâle du contrôle bancaire, *Bâle III : finalisation des réformes de l'après-crise*, op.cit., n°50. Dans la version consolidée : Basel Committee on Banking Supervision, *The Basel Framework*, op.cit., n°31.31.

¹³⁵² L'approche « *transparence* » est visée par l'article 132 et 152 du Règlement (UE) 575/2013. Si les établissements ne peuvent pas satisfaire les conditions de l'approche de « *transparence* » peuvent appliquer l'approche dit de « *mandat* ». L'approche de mandat a été intégrée dans le cadre juridique européen avec le Règlement CRR II (articles 132 et 155 du règlement (UE) 575/2013). Sur les différences des deux approches : Basel Committee on Banking Supervision, *Capital requirements for banks equity investment funds*, December 2013, p. 3 et 4. Sur l'absence de prise en compte des vertus de l'intermédiation : Invest Europe, *Position paper on the prudential treatment of banks exposures to private equity and venture capital*, op.cit., p. 3. Les deux approches ont été transposées en droit français au sein de l'article 26 de l'arrêté du 20 février 2007 (abrogé en 2021). Les avantages des fonds de capital-investissement en matière de réduction de risque semblent seulement être pris en compte dans la méthode de notation interne. Cependant, comme indiqué plus haut, le Règlement CRR III prévoit de supprimer les pondérations prévues par l'approche de pondération simple ainsi que la référence à un « *portefeuille suffisamment diversifié* ».

¹³⁵³ Invest Europe, *Position paper on the prudential treatment of banks exposures to private equity and venture capital*, op.cit., p. 1.

pour les fonds d'investissement qui sont exposés à des sociétés non cotées (notamment aux jeunes entreprises innovantes), compte tenu de la granularité de l'information financière exigée par la réglementation¹³⁵⁴.

Or, en cas de non-respect des exigences liées à l'approche de transparence ou de mandat, la pondération accordée aux fonds de capital-investissement s'avère extrêmement pénalisante. Les établissements concernés doivent appliquer, sous l'empire du Règlement CRR II une approche dite « *fall-back* » consistant en une pondération de 1250% accordée aux expositions sous forme de parts ou d'actions d'organismes de placement collectif¹³⁵⁵.

Enfin, il peut également être reproché à l'approche adoptée par le Règlement CRR le fait qu'elle considère les opérations de capital-risque comme spéculatives avec une perspective de revente à court terme¹³⁵⁶. En effet, les opérations capital-risque ont très fréquemment une durée de vie supérieure à six ans¹³⁵⁷ (et peuvent aller jusqu'à dix ou douze ans). De plus, les porteurs des parts ne sont pas systématiquement soumis à une volatilité importante de prix¹³⁵⁸ (notamment en raison du blocage des actifs de la diversification de ces derniers au sein du portefeuille du fonds), ce qui constitue pourtant l'une des caractéristiques principales des opérations spéculatives¹³⁵⁹.

¹³⁵⁴ Règlement (UE) no 2019/876, article premier (62), modification de l'article 132, 3, b) et c). Sur ce point: Invest Europe, *Position paper on the prudential treatment of banks exposures to private equity and venture capital*, op.cit., p. 4.

¹³⁵⁵ Règlement (UE) no 2019/876, article premier (62), modification de l'article 132, 2

¹³⁵⁶ Proposition de règlement du parlement européen et du conseil, modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 en ce qui concerne les exigences pour risque de crédit, risque d'ajustement de l'évaluation de crédit, risque opérationnel et risque de marché et le plancher de fonds propres, article premier, (52), modification de l'article 133, 4.

¹³⁵⁷ Invest Europe, *Position paper on the prudential treatment of banks exposures to private equity and venture capital*, op.cit., p. 5 et 6.

¹³⁵⁸ Ibidem .

¹³⁵⁹ Invest Europe, *Response to European Commission Consultation on implementing the final Basel III reforms in the EU*, 20 December 2019, p. 6 ; Invest Europe, *Position paper on the prudential treatment of banks exposures to private equity and venture capital*, op.cit p. 6 et 7.

2) Les contraintes prudentielles pesant sur les entreprises d'assurance

243 Un traitement contraignant mais plus favorable que celui des établissements de crédit. Si le régime issu des directives de Solvabilité I imposait déjà des limitations importantes à activité de capital-risque des entreprises d'assurances¹³⁶⁰ la directive Solvabilité II¹³⁶¹ (ci-après « *Directive Solvabilité II* »), applicable aux entités dépassant une certaine taille¹³⁶², est susceptible de présenter des contraintes de natures différentes, fréquemment considérées comme pénalisantes, au regard du marché du capital-risque en Europe¹³⁶³.

Les entreprises d'assurance entrant dans le périmètre de la Directive Solvabilité II doivent, tout comme les établissements de crédit, tenir compte de la valeur économique

¹³⁶⁰ Le régime dit « *Solvabilité I* » résulte de la directive 92/49/CEE du Conseil, du 18 juin 1992, portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'assurance directe autre que l'assurance sur la vie et modifiant les directives 73/239/CEE et 88/357/CEE (dans le domaine de l'assurance non vie) et de la directive 2002/83/CE du parlement européen et du conseil du 5 novembre 2002 concernant l'assurance directe sur la vie (dans le domaine de l'assurance vie). Le régime résultant des directives de Solvabilité I n'est, contrairement à celui issue de Solvabilité II, pas fondé sur la valeur économique des expositions de l'entreprise d'assurance mais sur leurs valeurs comptables. Ce régime exige la congruence, la localisation et l'équivalence des actifs représentant les engagements de l'entreprise en vertu de l'article R.332-1 du Code des assurances (Sur ce point : MARLY P.-G., « *Entreprises d'assurance* », Fasc. 504-60, JCl. Responsabilité civile et Assurances, date d'actualisation : 5 mars 2020, n°129 et s.). Le Code des assurances liste les actifs financiers qui peuvent figurer dans le bilan d'une entreprise d'assurance (article R.332-2 du Code des assurances) et la proportion dans laquelle ces actifs peuvent être représentés sur le bilan (article R.332-3 du Code des assurances). En vertu 7 et 7 bis de l'article R.332-3 du Code des assurances les parts de fonds de capital-investissement font partie des valeurs pouvant constituer 10% des actifs de l'entreprise. L'article R.332-3-1 du Code des assurances présente néanmoins une contrainte supplémentaire au regard des fonds d'investissement alternatifs limitant à 1% la détention des parts de fonds émis par le même FIA.

¹³⁶¹ Directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (Solvabilité II). La transposition en droit français de la directive Solvabilité 2 : Ordonnance n° 2015-378 du 2 avril 2015 transposant la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (Solvabilité II).

¹³⁶² Le régime issu des directives Solvabilité I continue à s'appliquer certaines entreprises d'assurance, en vertu de l'article L.310-3-2 du Code monétaire et financier, essentiellement en raison de leur taille.

¹³⁶³ Les contraintes présentées par la directive sont dénoncées notamment par MOUGENOT G. (MOUGENOT Gilles, *Tout savoir sur le capital investissement*, Gualino, 2014, p. 326).

des actifs et des passifs¹³⁶⁴ à leur bilan et leurs exigences de capital doivent être couvertes par les fonds propres prudentiels¹³⁶⁵. Ces exigences de capital se manifestent sous la forme de capital de solvabilité et du minimum capital requis¹³⁶⁶.

S'agissant du calcul du capital de solvabilité¹³⁶⁷, les entreprises d'assurances sont tenues afin d'anticiper les risques de marché¹³⁶⁸, d'appliquer les ajustements symétriques lourds¹³⁶⁹, en cas d'exposition aux actions non cotées.

¹³⁶⁴ En vertu de l'article L.351-1 du Code des assurances (MARLY P.-G., « *Entreprises d'assurance* », op.cit, n°152 et s.).

¹³⁶⁵ En vertu de l'article L.351-6 du Code des assurances (MARLY P.-G., « *Entreprises d'assurance* », op.cit, n°162 et s.). Les fonds propres prudentiels sont classés en trois catégories en vertu de l'article R.351-22 du Code des assurances en fonction de leur nature, leur capacité d'absorber les pertes et leur subordination à des engagements envers les assurés (ou entreprises réassurées). La proportion détenue des différentes catégories de fonds propres pour la couverture du capital de solvabilité et de capital minimal est déterminée par l'article 82 du règlement délégué de Solvabilité 2 (Règlement délégué (UE) 2015/35 de la commission du 10 octobre 2014 complétant la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (Solvabilité II)). Sur ce point MARLY P.-G., « *Entreprises d'assurance* », op.cit, n°165 et 166.

¹³⁶⁶ Les exigences de capital sont déterminées d'une part par le capital de solvabilité requis défini à l'article L.352-1 du Code des assurances et par le minimum de capital requis défini à l'article L.352-8 du Code des assurances. Sur ce point : MARLY P.-G., « *Entreprises d'assurance* », op.cit, n°167 et s.

¹³⁶⁷ Nous nous contenterons d'aborder dans la présente analyse l'approche standard relative au calcul du capital de solvabilité abordé aux articles 83 et s. du Règlement délégué (UE) 2015/35. Il convient toutefois de mentionner que le calcul du capital de solvabilité peut également être réalisé faisant appel à une approche de modèle interne prévue articles 222 et s. du Règlement délégué 2015/35. En droit français articles L.351-1 du Code des assurances et s. ainsi que R.352-4 et s. (pour l'approche standard) et R.352-13 et s. (approche de modèle interne). Sur ce point : MARLY P.-G., « *Entreprises d'assurance* », op.cit., n°168 et s.

¹³⁶⁸ Directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil et 164 et s. du Règlement délégué (UE) 2015/35, article 101 (article R.352-2 du Code des assurances en droit français). Il convient de noter une différence d'approche entre le cadre prudentiel applicable aux établissements de crédit et aux entreprises d'assurance quant à la prise en compte des différentes catégories d'expositions. Alors que Règlement CRR II tient compte des expositions aux fonds de capital-investissement au sein du risque de crédit, le règlement délégué (UE) 2015/35 classe ces expositions au sein du risque de marché (articles 164 et s. du Règlement délégué (UE) 2015/35). Sur ce point: LAAS D., SIEGEL C., « *Basel Accords versus Solvency II : Regulatory Adequacy and Consistency under Postcrisis Capital Standards* », 20 February 2014, p. 12, n°3.1.

¹³⁶⁹ Il s'agit d'un ajustement symétrique « *par rapport aux variations de niveau du cours des actions* » comme précisé au sein du consid. 61 de la directive 2009/138/CE.

Si elle comporte des traits similaires avec le cadre prudentiel pesant sur les établissements de crédit (notamment par l'adoption d'une approche de transparence)¹³⁷⁰, l'approche adoptée par la Directive Solvabilité II reste toutefois différente de celle retenue par les règlements CRR.

244 Une prise en compte de la réduction du risque de pertes des actifs résultant de l'investissement intermédié. La Directive Solvabilité II accorde en effet un traitement plus favorable aux expositions de certains fonds de capital-investissement (les entreprises d'assurances doivent appliquer un ajustement de 39%¹³⁷¹) qu'aux d'expositions directes (dans ce cas un ajustement de 49% est applicable¹³⁷²) et semble donc tenir compte de la capacité de réduction du risque des fonds de capital-investissement.

Bien que cette approche semble favorable au marché du capital-risque européen, il convient de relever quelques écueils qui sont susceptibles de réduire l'impact du traitement favorable accordé aux fonds de capital-investissement.

D'abord, le périmètre de ce traitement favorable reste restreint. Les allègements ne bénéficient qu'aux fonds de capital-investissements enregistrés conformément au Règlement EuVECA ou ELTIF ou gérés par les gestionnaires agréés conformément de la Directive AIFM¹³⁷³.

¹³⁷⁰ Règlement délégué (UE) 2015/35, article 84.

¹³⁷¹ Ces expositions sont considérées comme des actions de type 1 par le 6 de l'article 168 du Règlement délégué (UE) 2015/35. Ces dernières reçoivent un ajustement de 49% en vertu de du 1, b) de l'article 169 du Règlement délégué (UE) 2015/35.

¹³⁷² Le 3 de l'article 168 du Règlement délégué (UE) 2015/35 classifie, en principe les expositions aux actions non cotées parmi les actions type 2. Ces dernières reçoivent un ajustement de 49% en vertu de du 2, b) de l'article 169 du Règlement délégué (UE) 2015/35. Certains portefeuilles d'actions non cotées ont été classifiés par un règlement délégué récent en actions de type 1 s'ils remplissent certaines conditions (fixées aux b et c du 6 de l'article 168 du Règlement délégué (UE) 2015/35 modifié par l'article premier, (32) du règlement délégué 2019/981). Ces conditions s'avèrent toutefois relativement contraignantes (notamment le f de l'article 168 bis qui semble exclure de la définition du portefeuille d'actions non cotées éligibles les expositions aux PME).

¹³⁷³ En vertu du 6 de l'article 168 et article 169 du Règlement délégué (UE) 2015/35 (s'agissant de l'ELTIF le d de l'article 6 été ajouté par le règlement déléguée 2016/467 de la Commission du 30 septembre 2015).

Les fonds gérés par les gestionnaires situés en dessous des seuils (prévus à l'article 3 de la Directive AIFM) ne sont pas concernés par les exemptions (hormis ceux enregistrés conformément au Règlement EuVECA¹³⁷⁴). Enfin, seulement les fonds fermés sont éligibles à l'exemption ce qui exclut l'application de cette dernière aux SLP ou aux SCR¹³⁷⁵.

De plus, l'EIOPA recommande l'emploi de l'allègement aux expositions liées aux sociétés plus matures¹³⁷⁶ et déconseille l'emploi de l'ajustement aux expositions sur les sociétés de taille réduite ou n'ayant pas de produit développé¹³⁷⁷. Ainsi, les expositions sur les *start-up* semblent rester, dans une grande mesure, en dehors du champ d'application du traitement de faveur.

Enfin, l'EIOPA a émis des recommandations particulières au regard des informations à prendre en compte lors de la sélection du fonds de capital-investissement. Ces informations semblent complexes à obtenir en présence de fonds de capital-investissement composés de titres financiers de jeunes entreprises innovantes ou de sociétés en phase d'amorçage. En effet, l'entreprise d'assurance doit disposer d'informations quantitatives et qualitatives sur les sociétés composant le portefeuille du fonds, et doit être en capacité de « *challenger* » les décisions du gestionnaire du fonds choisi¹³⁷⁸.

¹³⁷⁴ Les parts ou actions de fonds gérés par des gestionnaires enregistrés ne bénéficient pas de classification en action de type 1 (EIOPA, *EIOPA's second set of advice to the European Commission on specific items in the Solvency II Delegated Regulation*, 28 february 2018, EIOPA-BoS-18/075, p. 219, n°1178).

¹³⁷⁵ En vertu du c du 6 de l'article 168 et article 169 du Règlement délégué (UE) 2015/35.

¹³⁷⁶ EIOPA suggère l'application de l'allègement aux expositions sur les sociétés n'étant pas qualifié de petite ou moyenne entreprise depuis 3 ou plus EIOPA, *EIOPA's second set of advice to the European Commission on specific items in the Solvency II Delegated Regulation*, op.cit., p. 230 et 231, n°1250 et n°1254.

¹³⁷⁷ EIOPA, *EIOPA's second set of advice to the European Commission on specific items in the Solvency II Delegated Regulation*, op.cit., n°1220 (p. 220) et n°1254 (p. 231).

¹³⁷⁸ EIOPA, *EIOPA's second set of advice to the European Commission on specific items in the Solvency II Delegated Regulation*, op.cit., p. 232, n°1263; Invest Europe, *Response to EIOPA's Consultation*

245 Un aménagement important accordé aux investissements de long terme. Il convient enfin de faire mention des changements apportés par la révision de la Directive Solvabilité II, et notamment par le règlement délégué 2019/981, qui a donné lieu à la création d'un régime aménagé profitant aux investissements en actions à long terme¹³⁷⁹.

Les changements intervenus ont permis de baisser de manière considérable (à 22%) l'ajustement symétrique correspondant aux expositions à certains fonds de capital-risque (et portefeuille d'actions de sociétés non cotées) sous réserve du respect d'une durée de détention supérieure à cinq ans et d'une série d'autres conditions¹³⁸⁰.

Si les modifications apportées ont été favorablement accueillies par l'industrie du capital-risque il convient de noter qu'elles ne concernent qu'une partie de fonds de capital-investissement en raison des critères strictes, relatifs à l'application du traitement favorable (tenant notamment à l'emploi des investissements réalisés et à la localisation géographique des émetteurs¹³⁸¹).

Paper on its second set of advice to the European Commission on specific items in the Solvency II Delegated Regulation, 5 January 2018, p. 14.

¹³⁷⁹ Règlement délégué (UE) 2015/35, article 171 bis instauré par le Règlement délégué (UE) 2019/981 de la commission du 8 mars 2019 modifiant le règlement délégué (UE) 2015/35 complétant la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (Solvabilité II), article premier, (35).

¹³⁸⁰ Sur le traitement des investissements à long terme : Debevoise & Plimpton, « *European Commission Incentivises Insurance Companies to Invest in European Companies* », 9 May 2019 ; HADJADJ-GOMEZ N., « *Solvabilité 2 : La révision 2018 est enfin adoptée* », 20 mars 2019.

¹³⁸¹ Il a notamment été reproché au dispositif mis en place par le règlement délégué d'imposer des conditions trop complexes au regard de l'emploi des fonds et d'exclure les fonds qui comprennent des titres émis par des entités ayant leur siège social à l'extérieur de l'Union européenne (Invest Europe, *Supporting long-term growth through long term investments, position paper on the Solvency II review*, November 2021, p. 4 et 6). Certaines des contraintes a été abordée au sein de d'un avis publié par l'EIOPA (EIOPA, *Opinion on the 2020 Review of Solvency II*, EIOPA-BoS-20/749, 17 December 2020, p. 24, n°2.75 et s.).

B) Les divergences dans l'application de la réglementation européenne relative à la gestion collective

246 Une réglementation fragmentée en matière de commercialisation des fonds de capital-investissement aux particuliers et en matière de fiscalité. La possibilité de commercialiser les fonds de capital-investissement au sein de l'ensemble des États membres de l'Union européenne paraît essentielle pour répondre au besoin de financement élevé des jeunes entreprises innovantes.

Malgré l'harmonisation initiée par la Directive AIFM la commercialisation des FIA « *grand public* » reste toutefois régie, dans une grande mesure, par le droit national, qui peut constituer une contrainte au regard de la distribution des fonds de capital-investissement (1). De plus, l'absence d'harmonisation fiscale peut également s'avérer préjudiciable à la commercialisation des fonds de capital-risque, essentiels pour le financement des *start-up* (2).

1) Les contraintes propres aux fonds de capital-investissements ouverts aux particuliers

247 Les contraintes relatives à la commercialisation des fonds de capital-investissements ouverts aux particuliers. Les fonds de capital-investissement constituent des outils très importants dans l'ouverture de l'accès du capital-risque aux investisseurs particuliers. Le droit européen connaît cependant des limitations fortes quant à la commercialisation transfrontalière des fonds de capital-investissement à cette catégorie d'investisseurs.

Les fonds de capital-investissement ouverts aux particuliers rencontrent des obstacles majeurs s'ils souhaitent lever des fonds auprès de résidents de différents États membres de l'Union européenne. Ces fonds ne peuvent, en effet, pas bénéficier de mesures d'harmonisation mise en œuvre par la Directive AIFM que dans une mesure restreinte.

Les conditions d'accès des investisseurs de détail aux FIA sont, en effet, sujettes à l'interprétation des États membres¹³⁸². Si les gestionnaires des FIA agréés au sens de la Directive AIFM peuvent, en principe, commercialiser leurs produits sur tout le territoire de l'Union européenne, les gestionnaires de fonds ouverts aux investisseurs non-professionnels peuvent être soumis à des « *exigences plus strictes que celles qui sont applicables aux FIA commercialisés auprès d'investisseurs professionnels* »¹³⁸³.

La commercialisation en France des parts ou des FIA (par un gestionnaire établi dans un État membre de l'Union européenne) auprès des clients non-professionnels est, en effet conditionnée à l'obtention d'une autorisation, qui suppose l'existence d'un instrument d'échange d'information et d'assistance mutuelle dans le domaine de la gestion d'actifs et la conformité du fonds d'investissement aux conditions prévues au sein de la convention de reconnaissance mutuelle portant sur la FIA ouverts aux clients non-professionnels¹³⁸⁴. Les FIA commercialisés aux clients professionnels, quant à eux, restent soumis à une simple notification¹³⁸⁵.

Le régime de commercialisation des FIA ouverts aux non-professionnels reste également lourd en comparaison avec les règles gouvernant la commercialisation des OPCVM, qui, à la suite de l'obtention d'un agrément dit « *produit* », peuvent être commercialisés au sein de l'ensemble des États-membres sous réserve d'une notification à l'autorité compétente de l'État membre ciblé¹³⁸⁶.

¹³⁸² STORCK M., « *Consultation de la Commission sur la révision de la directive AIFM* », RDBF n° 2, Mars 2021, comm. 41, p. 2, n°1.

¹³⁸³ Directive 2011/61/UE du parlement européen et du conseil, du 8 juin 20, article 43, 1.

¹³⁸⁴ Article 421-13 du Règlement général de l'AMF (dans les instructions de AMF : *Procédure de commercialisation de parts ou actions de FIA – DOC-2014-03*, date d'actualisation : 2 août 2021, p. 7, article 15).

¹³⁸⁵ AMF, *Instruction AMF Procédure de commercialisation de parts ou actions de FIA – DOC-2014-03*, op.cit., p. 15, article 15.

¹³⁸⁶ Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), Article 5, 1. A la différence du régime gouvernant les OPCVM les FIA ne disposent pas de passeport produit (Directive 2011/61/UE, article 4, 1, k). Sur ce point : RIASSETTO I., « *Pour une commercialisation transfrontalière sans entrave des fonds d'investissement européens* », op.cit., p. 396, n°12 à n°15.

248 Les réponses récentes aux insuffisances du droit européen. Le droit européen a néanmoins tenté de donner des réponses aux insuffisances de l'harmonisation en cas de commercialisation des fonds aux investisseurs de détail, notamment à travers l'encadrement des exigences liées à la constitution des facilités locales¹³⁸⁷. La Directive *crossborder* a mis à la charge des États membres la constitution de ces facilités, encadrant ainsi les frais encourus par les gestionnaires en cas de commercialisation des fonds « *grand public* ». Le texte européen a, par ailleurs, interdit aux États membres d'exiger d'un « *gestionnaire de FIA qu'il ait une présence physique dans l'État membre d'accueil* »¹³⁸⁸.

Il convient enfin d'ajouter que le droit européen connaît depuis 2015 le statut ELTIF qui permet de commercialiser des fonds composés de titres non cotés aux investisseurs de détail¹³⁸⁹. Récemment les contraintes importantes¹³⁹⁰ (notamment l'exigence liée au montant minimum de souscription de 10 000 euros)¹³⁹¹ ont été levées par l'adoption du

¹³⁸⁷ L'AMF n'exige plus la désignation obligatoire d'un agent local. Cette obligation résultait de l'ancien Article 421-27 du Règlement général de l'AMF (applicable avant le 31 juillet 2021). Les versions à jours de l'article 421-27 du Règlement général et de l'instruction applicable ne mentionnent la constitution d'une facilité que comme une option. Sur l'encadrement des facilités locales (GABAÏ K., *Distribution transfrontalière des fonds d'investissement dans l'UE : le nouveau cadre se dessine*, op.cit., p. 26, n°12 ; RIASSETTO I., « *Pour une commercialisation transfrontalière sans entrave des fonds d'investissement européens* », op.cit., p. 401, n°39). Il convient néanmoins d'ajouter que la société de gestion du fonds ouvert aux particuliers doit toujours mettre à la disposition de ses clients des facilités qui exécutent les tâches liées au traitement des ordres de souscription et à l'information des investisseurs en vertu de l'article 421-13 du Règlement général de l'AMF (AMF, *Procédure de commercialisation de parts ou actions de FIA*, DOC-2014-03, op.cit., p. 7, article 15).

¹³⁸⁸ Directive (UE) 2019/1160, article 2 relatif à l'article 43 bis, 2. Sur ce point : STORCK M., RIASSETTO I., « *Distribution transfrontalière d'OPC* », RDBF n° 5, Septembre 2018, comm. 147, p. (69 à 71), section 2, A.

¹³⁸⁹ AMF, *Guide sur les fonds européens d'investissement à long terme (FELIT ou ELTIF)*, op.cit., p. 7, n°11.

¹³⁹⁰ L'ouverture d'un ELTIF aux investisseurs de détail est seulement possible si le gestionnaire ou le distributeur fournit du conseil en investissement aux investisseurs en question (Règlement (UE) 2015/760, article 30). La commercialisation de l'ELTIF aux particuliers nécessitait également des obligations informationnelles supplémentaires (article 23) ; la mise en place des facilités (article 26) ; une procédure d'évaluation interne (article 27), mais également la conformité à d'autres obligations (articles 28 à 30) du Règlement (UE) 2015/760.

¹³⁹¹ Règlement (UE) 2015/760, article 30.

règlement modificatif adopté en 2023¹³⁹². Les fonds ELTIF ne sont toutefois pas nécessairement orientés vers une activité de capital-risque¹³⁹³ compte-tenu des règles d'investissement large dont dispose cette catégorie de fonds¹³⁹⁴.

2) *Les lacunes de l'harmonisation européenne concernant les incitations fiscales*

249 Une absence d'harmonisation fiscale préjudiciable à la commercialisation des fonds de capital-investissement au sein de l'Union européenne. La commercialisation des fonds de capital-investissement se heurte aujourd'hui à la barrière du degré faible d'harmonisation fiscale à l'échelle européenne.

Outre la divergence quant à la transparence fiscale des véhicules d'investissement et les exigences liées à la constitution d'un établissement stable¹³⁹⁵, il convient de

¹³⁹² Règlement (UE) du parlement européen et du conseil du 15 mars 2023 modifiant le règlement (UE) 2015/760 en ce qui concerne les exigences relatives aux politiques d'investissement et aux conditions de fonctionnement des fonds européens d'investissement à long terme et la définition des actifs éligibles à l'investissement, les obligations en matière de composition et de diversification du portefeuille et l'emprunt de liquidités et d'autres dispositions des statuts des fonds. Ce règlement a notamment supprimé l'exigence relative aux facilités (article premier, (16)), a sensiblement allégé la procédure d'évaluation interne incombant aux ELTIF (article premier, (17)) et l'exigence du montant minimum de souscription (article premier (20)) du Règlement.

¹³⁹³ Invest Europe, *Response to European Commission Consultation on the ELTIF review*, 19 January 2020, p. 2.

¹³⁹⁴ Règlement (UE) 2015/760 du Parlement Européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme, articles 9 et 10.

¹³⁹⁵ En France, les FCPR bénéficient notamment d'une transparence fiscale. Sur ce point : MOULIN F., SCHMIDT D., *Les fonds de capital investissement*, p. 58 et 62. Également sur ce point : RPPM - Revenus de capitaux mobiliers, gains et profits assimilés - Régimes particuliers - Fonds communs de placement, fonds communs de placement à risques et fonds professionnels de capital investissement BOI-RPPM-RCM-40-30, 25 mai 2023, n°30 et s. En outre la commercialisation des OPC en France ne suppose pas la constitution d'un établissement stable au sens du droit fiscal. Sur ce point : HEPP L., BENOIS J.-C., « *Les impacts fiscaux du « Passeport Gestion »* », Option fin., 10 décembre 2013, DUTEN E., « *La fiscalité, au cœur de la directive AIFM* », Les Echos, 1^{er} juillet 2013 ; MOULIN F., SCHMIDT D., *Les fonds de capital investissement*, p. 63. Le droit interne des Etats-membres de l'Union européenne reste toutefois divergent sur la question relative à la constitution d'établissement stable et de la transparence fiscale des véhicules comme cela est démontrée par l'analyse de l'Invest Europe (Invest Europe, *Tax Benchmark Study*, 2018, p. 12 à 17)

souligner une divergence dans les traitements fiscaux favorables accordés par les États membres.

En l'absence d'harmonisation fiscale sur ce point, les résidents étrangers investissant dans les FCPI ou les FIP ne peuvent bénéficier ni de réduction d'impôt sur le revenu¹³⁹⁶ ni d'exonération d'impôt sur les plus-values offertes aux investisseurs ou porteurs de parts français d'un FCPR ou d'un FPCI¹³⁹⁷.

La fragmentation fiscale au sein de l'Union européenne nuit également au *level playing field* sur le marché européen des fonds de capital-investissement ouvert aux particuliers. En effet, seule une partie des Etats membres dispose d'incitations fiscales en cas d'investissement dans un fonds de capital-investissement¹³⁹⁸.

¹³⁹⁶ Afin d'être éligible à la réduction d'impôt la personne concernée doit être domiciliée en France en vertu de l'article 199 terdecies-0 A du Code général des impôts.

¹³⁹⁷ Cette exonération est accordée par l'article 163 quinquies B du Code général des impôts aux personnes physiques résidentes : RPPM - Revenus de capitaux mobiliers, gains et profits assimilés - Régimes particuliers - Fonds communs de placement, fonds communs de placement à risques et fonds professionnels de capital investissement, n°260.

¹³⁹⁸ S'agissant des Etats membres proposant ayant un régime d'incitation fiscale en cas d'investissement dans un fonds de capital-investissement (ou régime fiscal avantageux pour fonds en question) nous citerons l'Autriche (Invest Europe, *Tax Benchmark Study*, 2018, p. 30 ; EBAN, *Compendium of fiscal Incentives, business angels perspective*, 2017, p. 15) ainsi que la Belgique (Invest Europe, *Tax Benchmark Study*, op.cit., p. 37) la Grèce (Invest Europe, *Tax Benchmark Study*, op.cit., p. 101 ; EBAN, *Compendium of fiscal Incentives, business angels perspective*, op.cit., p. 32) ; la Finlande (EBAN, *Compendium of fiscal Incentives, business angels perspective*, op.cit., p. 25) ; la Hongrie (EBAN, *Compendium of fiscal Incentives, business angels perspective*, op.cit., p. 35) ; le Luxembourg (Invest Europe, *Tax Benchmark Study*, op.cit., p. 142) ; le Portugal (Invest Europe, *Tax Benchmark Study*, op.cit., p. 183 ; EBAN, *Compendium of fiscal Incentives, business angels perspective*, op.cit. p. 52) ; la Pologne (EBAN, *Compendium of fiscal Incentives, business angels perspective*, op.cit., p. 51) ; Sloveie (Invest Europe, *Tax Benchmark Study*, p. 204 ; EBAN, *Compendium of fiscal Incentives, business angels perspective*, op.cit., p. 60) ; l'Espagne (Invest Europe, *Tax Benchmark Study*, op.cit., p. 210 ; EBAN, *Compendium of fiscal Incentives, business angels perspective*, op.cit. p. 66) ; Suède (EBAN, *Compendium of fiscal Incentives, business angels perspective*, op.cit., p. 63).

Il convient également de noter que les fonds de capital-investissement portant le label EuVECA ou ELTIF n'ouvrent pas de droit à un traitement fiscal particulier¹³⁹⁹. Si un ELTIF peut adopter la forme d'un fonds professionnel¹⁴⁰⁰ et ainsi conférer des avantages en termes d'exonération de plus-values, le statut EuVECA ne semble pas permettre aux investisseurs de bénéficier d'avantages fiscaux. Il nous paraît particulièrement regrettable que le statut EuVECA, qui contient les quotas orientés vers le financement des jeunes entreprises, ne donne pas lieu à un traitement fiscal avantageux.

Enfin, la fragmentation du traitement fiscal des fonds de capital-risque est susceptible de présenter un obstacle administratif du point de vue des gestionnaires : en l'absence d'harmonisation sur ce point, les sociétés de gestion doivent obtenir un statut fiscal dans chaque État cible et se conformer aux contraintes locales. Les sociétés de gestion sont fréquemment tenues de se doter d'un représentant fiscal par pays et doivent mettre en place d'un *reporting* fiscal spécifique vers les autorités locales¹⁴⁰¹.

¹³⁹⁹ L'idée d'instaurer un régime fiscal propre au EuVECA et EuSEF a déjà été évoquée par la Commission dans plusieurs études. Les documents concernés : Commission staff working document impact assessment accompanying the document proposal for a regulation of the European parliament and of the council amending Regulation (EU) No 345/2013 on European venture capital funds and Regulation (EU) 346/2013 on European social entrepreneurship funds, p. 87 ; European Commission, *Consultation Document on the Review of the European Venture Capital Funds (EuVECA) and European Social Entrepreneurship Funds (EuSEF) Regulations*, p. 5.

¹⁴⁰⁰ AMF, *Règlement européen ELTIF, Guide sur les fonds d'investissement à long terme (FELIT ou ELTIF)*, janvier 2016, p. 1. Cette catégorie de fonds sont également éligibles au PEA-PME en vertu de l'article L.221-32-2, 2, e) du Code monétaire et financier. Ils ne cachent toutefois pas d'autres avantages fiscaux propres. Sur les avantages fiscaux potentiels des ELTIF : BRICE H., MOLINELLI P., « *Le régime ELTIF en droit français* », Bull. Joly Bourse- n°05 - p. 221, 1^{er} mai 2016, B.

¹⁴⁰¹ AMF, *Distribution transfrontière des fonds en Europe: identifier les barrières à l'entrée et améliorer la confiance des investisseurs*, 19 septembre 2016, p. 17 et 18, n°2.3.

Conclusion du Chapitre II

250 Le capital-investissement intermédié, un moyen de financement adapté à une grande partie des *start-up*. Dans le présent chapitre nous avons tenté d'examiner l'intérêt du recours aux fonds de capital-investissement dans le cadre d'une opération de financement des *start-up*. Ces structures disposent en effet de nombreux atouts aussi bien au regard des jeunes entreprises que du point de vue des investisseurs.

D'abord, les fonds d'investissement confèrent aux investisseurs professionnels la possibilité de concentrer leurs ressources et de réaliser ainsi des opérations de financement avec des tickets importants. Ces structures permettent en outre aux investisseurs particuliers d'avoir accès au capital des *start-up*, tout en bénéficiant du statut protecteur des fonds d'investissement régulés.

Nous avons mis en avant dans le cadre de notre analyse l'évolution favorable du capital-risque intermédié en droit français, au regard du financement de l'innovation et de la commercialisation des fonds, ainsi que les obstacles juridiques qui proviennent d'une part des règles de fonctionnement des sociétés de gestion (obligations d'évaluation des actifs et contraintes relatives à la durée des fonds) et, d'autre part, des contraintes spécifiques au cadre juridique français et européen au regard de certaines catégories de fonds d'investissement (il s'agit notamment des mesures pénalisantes à l'égard des *fintech* et les contraintes propres aux *deeptech*).

Nous constatons que le capital-risque intermédié, bien qu'il ne soit pas accessible à l'ensemble des *start-up*, a traversé une évolution remarquable en droit français qui a permis d'améliorer la protection des investisseurs et a également donné naissance à des structures dédiées au financement des *start-up* en droit français.

L'évolution du droit français est également favorable aux jeunes entreprises innovantes qui se trouvent parmi les cibles principales des FCPI et d'autres catégories de fonds ayant pour objectif le financement des petites et moyennes entreprises.

Conclusion du Titre II

251 Les atouts et les faiblesses du capital-investissement direct. Contrairement au crédit bancaire et à l'offre au public des titres, le capital-investissement semble un moyen de financement accessible et adapté à une grande partie des *start-up*.

Cette technique de financement permet, d'une part, de pallier les insuffisances du crédit par le recours à des produits qui sont en adéquation avec les besoins des investisseurs et des *start-up* (titres de capital non cotés) et présente, d'autre part, des avantages en matière d'évaluation des *start-up* (grâce à la souplesse du cadre juridique régissant l'entrée en relation et la négociation de l'investisseur avec la jeune entreprise).

Malgré ses atouts, le capital-investissement reste un moyen de financement à haut risque vis-à-vis des investisseurs personnes physiques qui s'exposent à un risque de perte de leur capital très élevé et doivent posséder de l'expérience en matière d'investissement pour être en mesure de comprendre les modalités de l'opération de financement qui leur est proposé.

252 Les avantages et inconvénients du capital-investissement intermédié. Les risques propres au capital-investissement direct se trouvent réduits en matière de capital-risque intermédié. L'intermédiation en matière de capital-investissement constitue, en effet, une réponse potentielle au risque de sélection et de contrôle qui sont importants en présence de jeunes entreprises innovantes et présente ainsi un outil indispensable au regard du financement des *start-up* en droit français.

Il convient néanmoins de rappeler que le capital-investissement intermédié ne répond pas aux besoins de l'ensemble des *start-up*. Les jeunes pousses en phase *seed* ou *pre-seed* se trouvent potentiellement pénalisées par les exigences en matière de gestion de risque et d'évaluation des sociétés de gestion. En outre, il peut s'avérer complexe pour ces entreprises de répondre aux critères propres aux FPCI.

Conclusion de Première partie

253 Les atouts du capital-investissement vis-à-vis du financement par crédit bancaire et l'Offre au public de titres. Dans le cadre de la Première partie de la présente thèse, nous avons distingué les moyens de financement traditionnels que nous considérons inadaptés aux *start-up*, de ceux que nous considérons adaptés.

Nous observons que les financements par le crédit bancaire et l'Offre au public de titres se caractérisent par un cadre juridique rigide, résultant de la réglementation prudentielle et du droit financier, alors que le capital-investissement informel ne connaît pas d'encadrement juridique similaire : l'entrée en relation et la négociation des parties et leurs interactions restent, dans une grande mesure, gouvernées par le droit civil et par le droit des sociétés. Les capitaux-investisseurs examinent fréquemment les informations subjectives (la qualité du management et le potentiel technologique) au-delà des informations objectives (comme l'historique financier), ce qui leur permet d'avoir une bonne compréhension du potentiel de croissance des *start-up*. Le capital-risque informel semble, constituer un moyen de financement réellement adapté du point de vue des jeunes pousses.

Le capital-investissement est un moyen de financement en principe basé sur les titres de capital (ou des valeurs mobilières donnant accès au capital). Ces instruments, contrairement au crédit bancaire, possèdent des atouts naturels face à une jeune pousse dans la mesure où ils permettent de « *capturer* » leur potentiel de croissance et en faire bénéficier leurs détenteurs.

254 Les insuffisances du capital-investissement intermédié du point de vue du financement des *start-up* : les contraintes similaires au crédit bancaire ou à l'Offre au public de titres. Dans le domaine du capital-investissement intermédié, soumis aux contraintes résultant du droit financier, les difficultés connues en matière de crédit bancaire et d'Offre au public de titres semblent toutefois réapparaître. En effet, une partie des jeunes

entreprises innovantes se trouve pénalisée par les obligations d'évaluation pesant sur les sociétés de gestion mais également par des contraintes spécifiques propres à certaines catégories de fonds (notamment liées aux quotas d'investissement). Les sociétés de gestion doivent, en outre, avoir une gestion de risque professionnel ce qui peut les rendre réticent de financer les projets d'entreprise très peu matures (notamment les projets *pre-seed*).

Les acteurs du *corporate venture*, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement connaissent également des difficultés résultant du droit financier en matière de financement des *start-up*. Le cadre réglementaire prudentiel contraignant applicable à ces entités est susceptible de réduire l'appétence de ces derniers pour financer les jeunes entreprises innovantes. Une partie des jeunes entreprises innovantes peut donc se voir privée du financement par les capitaux propres, malgré la souplesse inhérente au *venture capital*.

Les contraintes résultant du droit de la gestion collective présentent des similarités avec celles résultant de la réglementation des établissements de crédit et de l'Offre au public de titres. Ces contraintes semblent mettre en lumière une volonté de protéger les investisseurs à travers le cadre réglementaire, même si ce dernier s'avère préjudiciable au financement des jeunes entreprises.

Cette volonté semble refléter une logique législative antérieure à l'apparition des *start-up* technologique. L'importance de ces entreprises était, dans une grande mesure, inconnue au législateur européen ou français au moment de la conception des principes du droit financier gouvernant les établissements de crédit, le financement par le marché ou le droit de la gestion collective.

La logique législative ayant donné lieu au cadre réglementaire des moyens de financement traditionnels semble cependant s'effacer au fil des décennies. Les nouveaux moyens de financement, étroitement liés à l'émergence de l'internet, ne disposent pas d'un cadre juridique aussi rigide que les moyens de financement traditionnels.

Il convient dans la seconde partie de la présente thèse d'examiner les moyens de financement apparus au cours des années 2000 et rechercher dans quelle mesure ces derniers permettent de répondre aux insuffisances des moyens de financement traditionnels.

SECONDE PARTIE : LA REPONSE DONNEE PAR L'EVOLUTION TECHNOLOGIQUE AUX INSUFFISANCES DES MOYENS DE FINANCEMENT TRADITIONNELS DU POINT DE VUE DES *START-UP*

255 L'évolution technologie et le financement des *start-up*. L'évolution technologique constitue l'une de sources fondamentales de la compétition entre les acteurs de la finance à l'échelle mondiale. Dans cette compétition, des acteurs historiques suivant un modèle d'affaire traditionnel sont fréquemment confrontés à la concurrence des entreprises ayant des modèles d'affaires innovants (les *fintech*)¹⁴⁰².

La supériorité technologique permet aux entreprises d'investissement, aux établissements de crédit et à d'autres acteurs innovants de surpasser leurs concurrents en termes de vitesse de transactions (notamment en matière de trading haute-fréquence¹⁴⁰³) et d'avoir des interfaces en ligne et l'expérience utilisateur améliorée¹⁴⁰⁴.

Certaines entreprises innovantes ont choisi de concurrencer les acteurs déjà établis dans le domaine du financement, et notamment dans celui du financement des PME¹⁴⁰⁵.

¹⁴⁰² En matière de FinTech de manière Générale : FEYEN E., FROST J., GAMBACORTA L., NATARAJAN H., SAAL M., « *Fintech and the digital transformation of financial services : implications for market structure and public policy* », Bis Papers No 117, July 2021 p. 27 à 31. Dans le domaine bancaire : OECD, *Digital Disruption in Banking and its Impact of Competition*, 2021, p. 19 à 27.

¹⁴⁰³ L'apparition de *high frequency trading* a généré une source de compétition technologique sur les marchés financiers (notamment sur les marchés des actions ; FX et dérivés), BOCO H., GERMAIN L. ROUSSEAU F., « *High Frequency Trading : Strategic Competition Between Slow and Fast Traders* », Maynooth University, Department of Economics Finance & Accounting, Working Paper N296-20, 10 January 2020, p. 1 à 5.

¹⁴⁰⁴ VAN LOO R., « *Making Innovation More Competitive : The case of fintech* », 65 UCLA Law Review 232, Scholarly Commons at Boston University School of Law, Boston University School Law, 2-2018, p. 241 ; ACPR, *Neobanks seeking profitability, Analyses et synthèses*, N°113-2020, p. 14 et s..

¹⁴⁰⁵ Sur l'impact des *fintech* sur le financement des PME de manière générale (et notamment sur la littérature existant sur le sujet) : BEAUMONT P., TANG H., VANSTEENBERGH E., « *The Role of FinTech in Small Business Lending : evidence from France* », Séminaires de recherches de l'ACPR, 17

L'apparition des modèles d'affaires orientés vers le financement des PME n'est pas sans impact sur la réglementation financière. En cas de changement important dans le modèle d'affaires des intermédiaires (comme c'est le cas du *crowdfunding*) la réglementation doit s'adapter aux nouveaux risques tout en préservant les opportunités offertes par les avancées technologiques¹⁴⁰⁶.

Dans le cadre de notre analyse nous étudierons ces nouveaux modèles d'affaires et plus largement les nouveaux moyens de financement qui s'offrent aux PME depuis la révolution de l'internet.

256 Les nouveaux moyens de financement des *start-up*. Les nouveaux moyens de financement des *start-up*, qui sont apparus depuis les années 2000 sont les méthodes entièrement basées sur internet et sur l'agrégation des données que l'accès internet rend possible. La technique du *crowdsourcing* permet à des entreprises de disposer des données obtenues à travers des interactions données par les internautes¹⁴⁰⁷. Ces nouveaux moyens de financement peuvent être issus de deux évolutions : celui de canaux de financement ou celui des produits de financement.

décembre 2021 p. 1 à 14 ; sur les avantages des fintech ayant une activité de prêt par rapport aux établissements de crédit traditionnel : LU L., « *Promoting SME Finance in the Context of the Fintech Revolution : A Case Study of the UK's Practice and Regulation* », *Banking and Finance Law Review* (2018), Vol. 33(3), October 2018, p. 321 à 323. Sur l'impact de la technologie sur l'accès au financement des PME : SENGHIN B., LI W., LUO M., « *Digital Technologies Promoting SME Financing Innovation*, in : *Crowdsourcing the future of SME financing* », SME Finance Forum, International Finance Corporation, 2021 p. 77.

¹⁴⁰⁶ Sur la nécessité d'adapter la réglementation aux nouveaux *business model* des fintech : FEYEN E., FROST J., GAMBACORTA L., NATARAJAN H., SAAL M., « *Fintech and the digital transformation of financial services : implications for market structure and public policy* », op.cit., p. 32 et s.

¹⁴⁰⁷ « *Le crowdsourcing consiste littéralement à externaliser (to outsource) une activité vers la foule (crowd) c'est-à-dire vers un grand nombre d'acteurs anonymes (à priori)* » (BURGER-HELMECHEN T., PENIN J., « *Crowdsourcing : définition, enjeux, typologie* », *Management & Avenir*, n°41, 2011/01, pages 254. Sur l'interaction du *crowdsourcing* et du *crowdfunding*: ROUZÉ, V., « *Crowdsourcing and Crowdfunding: The Origins of a New System?* ». In: ROUZÉ, V. (ed.) *Cultural Crowdfunding: Platform Capitalism, Labour and Globalization*, University of Westminster Press, 2019, p.15–33.

257 L'évolution des canaux de financement. L'évolution des canaux de financement ne résulte pas toujours de l'évolution technologique. Les canaux s'adaptent continuellement aux besoins des praticiens du financement et également au financement des PME¹⁴⁰⁸.

Notre analyse portera sur les nouveaux canaux de financements ouverts aux PME qui sont apparus grâce à l'innovation technologique liée à l'internet. Le financement participatif, le financement des projets, d'entreprises ou d'autres actifs, par un grand nombre de participants et dans le cadre d'une campagne menée sur internet, constitue un excellent exemple de l'évolution des canaux de financement grâce à cette nouvelle technologie et au profit du financement des PME.

Le financement participatif permet d'intermédiaire des contrats de prêt (financement participatif sous forme de prêt ou « *crowdlending* »)¹⁴⁰⁹, mais également des titres de capital ou donnant accès aux capitaux (investissement participatif ou « *crowdequity* »¹⁴¹⁰). Les plateformes permettant l'investissement dans les titres de capital et des titres de créance sont également appelées plateforme d'investissement participatif (« *crowdinvesting* »). Le financement participatif ouvre en outre la voie à l'organisation des collectes des fonds organisés à titre gracieux (« *crowdgiving* ») ou en contrepartie d'un avantage non monétaire (« *reward based crowdfunding* »).

Le point commun entre les différentes variantes de ce moyen de financement reste l'organisation d'une campagne de financement qui se déroule entièrement ligne et se

¹⁴⁰⁸ Nous avons abordé l'adaptation de l'offre au public de titres et le Placement privé aux PME au sein du Chapitre 2 de la Première partie de la présente thèse.

¹⁴⁰⁹ Pour rendre l'analyse facilement compréhensible nous traiterons le financement participatif par émission de titres de créances sous le nom de financement participatif sous forme de prêt ou *crowdlending*.

¹⁴¹⁰ Cette forme de financement est également appelée *equity crowdfunding*.

destine à un nombre important de participants¹⁴¹¹, qui sont fréquemment des particuliers¹⁴¹².

258 L'évolution des produits de financement.

258.1 La création des nouveaux produits résultant de la pratique financière.

Comme évoqué dans l'introduction nous définissons traditionnellement les produits de financement comme des biens meubles incorporels qui permettent à des entreprises de lever des fonds par leur vente pour financer un projet, une activité ou la croissance de la société.

L'évolution des produits de financement résulte fréquemment de la pratique en une réponse à une difficulté ou à un besoin préexistant. Les produits créés existent déjà en tant que technique de financement, jusqu'à leur reconnaissance formelle par le législateur. Il en a été ainsi des BSA qui sont devenus des produits de financement intéressants pour les jeunes entreprises innovantes.

L'évolution de la pratique financière donne lieu, dans un grand nombre de cas, à des produits qui peuvent être définis à travers des catégories juridiques préexistantes.

¹⁴¹¹ Le règlement *crowdfunding* donne une définition plus étroite excluant le financement participatif par don et par le versement d'une récompense : « les la mise en relation des intérêts d'investisseurs et de porteurs de projets en matière de financement d'entrepreneurs, faisant appel à une plate-forme de financement participatif et consistant en l'une quelconque des activités suivantes » (règlement (UE) 2020/1503, article 2, 1., a)). Le caractère entièrement numérique du financement participatif distingue ce moyen de financement de l'offre au public de titres. Si l'offre au public de titres s'adresse, comme le financement participatif à un nombre élevé de participants la campagne ne se déroule pas nécessairement en ligne. L'offre au public de titres financiers émis sur le marché primaire conformément au Règlement prospectus n'est pas restreinte à la souscription via une plateforme en ligne (le Règlement prospectus définit l'offre au public de valeurs mobilières comme une communication adressée sous quelque forme que ce soit au sein de l'article 2, d) du Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017).

¹⁴¹² SHENOR R., ZHAO L., FLATEN B-T., *Advances in crowdfunding*, Palgrave Macmillan, 12 August 2020, p. 45.

Cependant, dans certaines situations, la qualification juridique soulève des questions. Tel est le cas notamment des *royalties* (ou redevances) qui sont aujourd'hui couramment utilisées en matière de financement des *start-up*. Le financement basé sur les *royalties* (fréquemment appelé « *revenue based financing* » ou « *RBF* ») correspond au financement d'une entreprise par un prêt (mais peut également être structuré sous forme d'émission de titre de créance) dont le remboursement est déterminé en fonction de la capacité de l'entreprise financée à générer des revenus¹⁴¹³.

Le RBF s'avère particulièrement adapté aux jeunes pousses, et notamment aux *start-up* qui génèrent déjà un chiffre d'affaires important¹⁴¹⁴, en raison de la possibilité d'exploiter le potentiel de croissance de la jeune pousse¹⁴¹⁵, l'absence de dilution des

¹⁴¹³ L'opération de RBF peut-être caractérisée comme une opération de prêt permettant aux emprunteurs de rembourser les intérêts en fonction du chiffre d'affaires généré par l'entreprise (sur ce nouveau moyen de financement : KERRIGAN C., « *The benefits of revenue-based lending* », September 2020 ; FELIX J., *Revenue-Based Financing*, Universidade Catolica Portuguesa, dissertation, 2016 p. 11, n°3 ; Round 2 Capital, « *Revenue based financing* », February 2020, p. 1, BERNTHAL J. B., « *The Evolution of Entrepreneurial Finance* », *BYU Law Review*, Volume 2018, Issue 4, 28 février 2019, p. 790 et s.. GRAHAM A., « *Revenue-based financing in VC : A Study on Playing Averages Over Home Runs* », *Toptal*, p. 4).

S'agissant de la difficulté de qualification juridique nous évoquons que certains auteurs de doctrine sur le RBF qualifient le produit de financier de prêt « *ordinaire* » : Lighter capital, *The Rise of Revenue-Based Financing*, May 2019, p. 4 Pour une qualification comme « *security* » : BERNTHAL J.B., « *The Evolution of Entrepreneurial Finance* », op.cit., p. 790 et s. Nous comprenons que la qualification des opérations dépendra des acteurs examinés. En droit Français, compte-tenu les difficultés potentielles qui empêcheront structurer cette opération comme un prêt interentreprise, nous considérons que l'émission obligataire reste l'option la plus réaliste pour les prestataires fournissant un service de RBF.

¹⁴¹⁴ WEDOGOOD, « *Comment est calculé le niveau de royalties (redevance) à verser ?* » S'agissant d'autres sociétés (n'opérant pas dans le domaine du *crowdfunding*) immatriculées en France : plus d'informations sur ces facteurs sont disponibles sur le site de Karmen, Unlimitd. et Silvr. Karmen exige une historique de commercialisation de 12 mois, 200 000 euros de chiffres d'affaires annuels (<https://www.karmen.io/faq>). Unlimitd (<https://unlimitd.com/faq/>) et Silvr (<https://en.silvr.co/faq>) exigent respectivement 120 000 euros de chiffre d'affaire agrégé et 10 000 euros de chiffres d'affaires mensuels.

¹⁴¹⁵ En effet, le RBF, comme le capital-investissement permet d'exploiter le potentiel de croissance des *start-up* en donnant droit aux prêteurs aux intérêts calculés en fonction de l'augmentation du chiffre d'affaires de l'entreprise (BERNTHAL J.B., « *The Evolution of Entrepreneurial Finance* », op.cit, p. 790 et 792).

actionnaires des sociétés financées et l'absence de contrainte liée à la déchéance du terme existant en matière de prêts « *classiques* ».

Le RBF ne nous semble toutefois pas être un moyen de financement issu d'une innovation technologique. Ce moyen de financement a été fréquemment employé dans le domaine de la production musicale, des pharmacies et du cinéma¹⁴¹⁶ puis à partir des années 1990 dans le domaine du financement des jeunes entreprises innovantes¹⁴¹⁷.

Nous notons néanmoins que l'utilisation des *royalties* et le RBF a connu un nouvel essor grâce à la technologie. Certaines entreprises utilisent aujourd'hui des données disponibles grâce à l'*open banking* afin de conduire des analyses financières précises¹⁴¹⁸ en se fondant notamment sur des facteurs basés sur la clientèle et les

¹⁴¹⁶ BERNTHAL J. B., « *The Evolution of Entrepreneurial Finance* », op.cit., p. 790.

¹⁴¹⁷ LIGHTER CAPITAL, « *The Rise of Revenue-Based Financing* », op.cit., p. 15.

¹⁴¹⁸ Ces analyses peuvent être, dans certain cas, réalisées avec l'aide des outils du numérique et notamment à travers les données reçues grâce à l'*open banking*. La société Karmen indique sur son site internet : « nous nous connectons à vos comptes bancaires d'entreprise via notre solution d'*open banking* partenaire (Bridge) afin d'obtenir une vision sur les flux financiers et transactions » (source : <https://www.karmen.io/faq>). L'*open banking* peut être défini comme l'opération de partage des données possédées par les établissements de crédit avec d'autres prestataires opérant dans un environnement bancaire ou financier LEGAIS D., « *Open banking : menace ou opportunité pour les banques ?* », RDBF n° 5, Septembre 2017 repère 5, (p.1 à 2). L'ouverture des données bancaires aux acteurs tiers a été rendu possible grâce à la directive PSD 2 (Directive (UE) 2015/2366 du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2015 concernant les services de paiement dans le marché intérieur, modifiant les directives 2002/65/CE, 2009/110/CE et 2013/36/UE et le règlement (UE) no 1093/2010, et abrogeant la directive 2007/64/CE) et grâce à sa transposition en droit français par l'ordonnance du 9 août 2017 (Ordonnance n° 2017-1252 du 9 août 2017 portant transposition de la directive 2015/2366 du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2015 concernant les services de paiement dans le marché intérieur).

revenus générés¹⁴¹⁹. Enfin, nous notons que les *royalties* sont utilisés par certaines plateformes de financement participatif (de *royalty crowdfunding*) en France¹⁴²⁰.

258.2 Les nouveaux produits issus de l'apparition d'une nouvelle technologie.

Dans le cadre de notre étude des nouveaux produits de financement nous nous cantonnerons à l'analyse des produits de financement qui sont issus d'une innovation technologique clairement identifiable (internet ou la technologie de registres distribués).

¹⁴¹⁹ Certains acteurs, et notamment Karmen.io, fondent leur analyse notamment sur le coût de l'acquisition de la clientèle (« *Lifetime Value* ») et sur le taux de désabonnement « *Churn Rate* » S'agissant du *Churn Rate* : Corporate Finance Institute, *Churn Rate*, 11 novembre 2022, et *Lifetime Value* : Corporate Finance Institute, *Lifetime Value Calculation*, 5 décembre 2022. Plus d'informations sur les indicateurs sur le site de Karmen : www.karmen.io (*How do you know if you are eligible for Revenue Based Financing?*). Sur les facteurs permettant d'évaluer une entreprise en matière de *revenue based finance* : ZIRIMIS A., *Le Revenue Based Financing (RBF), c'est quoi ?*, 11 août 2022, AGICAP. D'autres acteurs comme Wedogood analysent les données financières prévisionnelles et notamment le compte de résultat prévisionnel (incluant le chiffre d'affaire, le niveau de marge brute et le niveau de bénéfice).

¹⁴²⁰ A ce titre, nous notons l'existence de plusieurs plateformes de *royalty crowdfunding* en France depuis le début des années 2010. Il est possible de citer la société Wedogood (<https://www.wedogood.co/>) finançant essentiellement les projets écologiquement responsables (sur la société Wedogood : F. Niedercorn, « *Wedogood aide les start-up avec des royalties* », LesEchos, 2 février 2016) et My Pharma Company, qui visait les projets portants sur la recherche en matière de santé (la société n'est cependant plus en activité). Sur MyPharmaCompany : V. Xandry, « *My Pharma Company invente le crowdfunding dédié à la santé* », Challenges 28 juillet 2015. Si l'intermédiation des prêts RBF semble juridiquement envisageable via financement participatif cette forme de financement reste particulièrement risquée. Les prêteurs ne bénéficient pas de droits informationnels ou politiques similaires aux actionnaires et ne peuvent pas influencer les décisions de l'entreprise (sauf si par exemple opération est structurée sous forme d'émission obligataire). En cas d'intermédiation de prêts « *ordinaires* » les prêteurs sont, dans le cadre d'une campagne de *royalty crowdfunding* dépourvus de moyens d'agir contre les entreprises financées si ces dernières ne génèrent pas de revenus ou n'apportent pas le rendement attendu. En outre, s'agissant d'un contrat de prêt la revente des créances est beaucoup moins aisée qu'en matière de capital-investissement. De ce point de vue le RBF présente des risques supérieurs au capital-investissement où les investisseurs peuvent, même de façon marginale, rester informés des événements impactant la croissance de la société financée. Nous pouvons, dès lors, nous interroger sur le point de savoir si les offres RBF sont en adéquation avec le profil de risque de la clientèle cible des plateformes de *crowdfunding*, qui sont généralement des particuliers.

C'est le cas des produits de financement permettant l'obtention des biens ou services futurs¹⁴²¹, que nous désignerons par la suite comme « *produits utilitaires* » ou « *produits de financement utilitaires* » qui prennent la forme de contrats de vente de biens ou services dans le cadre des campagnes de *reward based crowdfunding* et des jetons utilitaires¹⁴²² (ou des actifs numériques¹⁴²³) dans le cadre des offres au public de jetons.

¹⁴²¹ Sous réserve que ces biens ou services futurs ne donnent pas accès à des instruments financiers définis au sens de l'article L.211-1 du Code monétaire et financier ou à de la monnaie ayant cours légal. Les produits utilitaires s'opposent à des instruments financiers (comprenant des contrats et des titres financiers) à ou des instruments présentant les caractéristiques d'un prêt à intérêt. Nous n'abordons pas dans le cadre de notre analyse les interrogations doctrinales liées aux titres de créance « *innommés* » définis par l'article L.213-1-A, al. 1. du Code monétaire et financier même si, du moins en théorie, cet instrument n'exige pas une rémunération du prêteur en monnaie ayant cours légal et soulève des questions quant à la frontière entre titres de créance et actifs numériques (PAILLER P., « *NFT - Non Fungible Tokens ou NFT : quelle régulation en droit financier ?* », RDBF n° 2, Mars 2022, alerte 35, p. 3 à 4 ; PAILLER P., « *Tokens –La distinction des tokens et des titres financiers* », RDBF n° 3, Mai 2020, dossier 10, p. 49 à 53.

¹⁴²² La définition du droit français des jetons est très large : constitue un jeton tout bien incorporel représentant, sous forme numérique, un ou plusieurs droits pouvant être émis, inscrits, conservés ou transférés au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant d'identifier, directement ou indirectement, le propriétaire dudit bien. Le règlement MiCA donne une définition plus précise des jetons utilitaires : Règlement (UE) 2023/1114 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023 sur les marchés de crypto-actifs, et modifiant les règlements (UE) no 1093/2010 et (UE) no 1095/2010 et les directives 2013/36/UE et (UE) 2019/1937, article 3, 1 (9). Il convient de noter que les actifs numériques comportent d'autres catégories d'actifs que les jetons utilitaires : il s'agit notamment des jetons monnaie électronique et des jetons référant à un actif (définis aux (7) et (6) du Règlement MiCA). Sur les différentes classifications de actifs numériques : BAINS P., MELO F., SUGIMOTO N., « *Regulating the Crypto Ecosystem, The Case of Unbacked Crypto-assets* », Fintech note, International Monetary Fund, September 2022, p. 11 et 12 ; US DEPARTMENT OF TREASURY, *Crypto-Assets : Implications for Consumers, Investors and Businesses*, September 2022, p. 4 et s. ; CLOOTS A., HUSSAIN H., RAUCH M., SALEUDDIN R., ALLEN J.G., B. ZHANG B., CLOUD K., *Global Cryptoasset Regulatory Landscape*, University of Cambridge, Cambridge Centre for Alternative Finance, p. 34 à 38.

¹⁴²³ Les actifs numériques sont définis à l'article L.54-10-1 du Code monétaire et financier comme des représentations numériques d'une valeur enregistré sur un registre distribué. Les crypto-actifs définis par le règlement MiCA se définissent de la même façon que les actifs numériques de la loi PACTE : Règlement (UE) 2023/1114 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023, article 3, 1 (5). S'agissant de l'émergence des actifs numériques : FEYEN E., KAWASHIMA Y., MITTAL R., « *The ascent of crypto-assets: evolution and macro-financial drivers* », World Bank Blogs, April 5 2022. Sur le bitcoin en particulier: GUEGAN D., « *The Digital World I – Bitcoin for history to real life* », Ces Working Papers, Documents de Travail du Centre d'Economie de la Sorbonne, 2018, p. 1 ; BAINS P.,

L'émergence des produits utilitaires a été rendue possible grâce à l'émergence du réseau internet (dans le cas du *reward based crowdfunding*) et grâce à l'apparition de la technologie du registre distribué (dans le cas des jetons utilitaires).

258. 3 Les produits utilitaires au service de jeunes entreprises innovantes. A l'image des canaux de financement, les produits de financement apportent, à notre sens, une réponse à certaines difficultés de financement rencontrées par les jeunes entreprises innovantes. Lors de l'émission des jetons utilitaires (ou encore dans le cadre d'une campagne de financement participatif par l'attribution des récompenses), l'entreprise financée n'ouvre pas son capital à des investisseurs tiers (ce qui est favorable aux jeunes pousses pour qui l'ouverture du capital aux investisseurs peut être risqué en cas de faible valorisation) et ne devient pas débitrice d'une créance monétaire dont le remboursement est susceptible de présenter un fardeau important pour la majorité des *start-up*. Ainsi, les produits financiers basés sur la vente d'un bien ou d'un service futur peuvent être regardés comme une innovation favorisant le développement des jeunes pousses.

Dans le cadre de notre analyse, nous rechercherons dans quelle mesure les nouveaux canaux et produits de financement ont apporté une réponse aux difficultés de financement des jeunes entreprises innovantes. Nous procéderons aux comparaisons entre les nouveaux moyens de financement et les moyens de financements traditionnels (mentionnés dans la première partie de la présente thèse) et nous tenterons également de comprendre dans quelle mesure le droit français s'avère adapté à l'émergence du financement des *start-up* à travers des moyens de financement novateurs.

Nous présenterons dans le premier titre notre analyse sur les moyens de financement basés sur les nouveaux canaux mais utilisant les produits de financement traditionnels (Titre I). Nous aborderons dans un second temps les moyens de financement basés sur les nouveaux produits (Titre II).

MELO F., SUGIMOTO N., « *Regulating the Crypto Ecosystem, The Case of Unbacked Crypto-assets* », op.cit., p. 13.

TITRE I : LES NOUVEAUX MOYENS DE FINANCEMENT

FONDES SUR LES PRODUITS TRADITIONNELS

259 Le financement participatif : un canal de financement non-réservé aux *start-up*.

Si le financement participatif a créé un canal alternatif en ligne par opposition aux canaux de financement « *hors ligne* » il n'est pas pour autant spécifiquement adapté pour les *start-up* en premier lieu ni conçu pour elles à l'origine.

L'activité de nombreuses plateformes de financement participatif, et notamment celles de financement participatif sous forme de prêt, est principalement axée autour du financement immobilier¹⁴²⁴. Certaines plateformes se spécialisent en outre dans le financement des projets artistiques¹⁴²⁵, ou dans le financement à titre caritatif¹⁴²⁶.

Le financement participatif reste cependant très attractif pour les jeunes entreprises: ces dernières ont accès à nombre important d'investisseurs (ou d'emprunteurs) sans devoir se soumettre aux contraintes réglementaires résultant du Règlement prospectus et aux contraintes prudentielles des établissements de crédit.

Pour que le financement participatif soit réellement adapté aux jeunes pousses faut-il encore que le législateur mette en place un cadre juridique adapté au financement des entreprises de faible maturité.

¹⁴²⁴ Il s'agit essentiellement du *crowdlending* ayant pour objet de financer les opérations immobilières qui constituaient une grande partie des opérations de *crowdfunding* par prêt en France en 2020 (Financement participatif France, *Baromètre du crowdfunding en France*, 2020, p. 8).

¹⁴²⁵ Essentiellement à travers le *reward based crowdfunding* comme la plateforme Patreon (<https://www.patreon.com>). Pour une vue d'ensemble sur l'évolution du financement des projets artistiques et culturels via *crowdfunding* : HANDKE C., DALLA CHIESA C., « *The art of crowdfunding and innovation : the cultural economic perspective* », *Journal of Cultural Economics*, 46, 2022, 249-284.

¹⁴²⁶ Sur le financement participatif destiné au financement des projets d'intérêt général : MAYER L.H., « *Regulating Charitable Crowdfunding* », *Indiana Law Journal* 1275, 2022, p.1383 et s.

Les titres émis ou les prêts accordés à des jeunes pousses restent des produits extrêmement risqués. Le cadre juridique régissant les canaux ouverts pour le financement des jeunes entreprises doit dès lors nécessairement comprendre des mesures permettant de réduire le risque supporté par le prêteur ou l'investisseur.

Dotés d'un cadre juridique adapté, le *crowdequity* et le *crowdlending* peuvent être des sources de financement précieuses aux jeunes pousses. L'existence des plateformes de financement participatif semble en effet réduire l'asymétrie informationnelle générale présente sur le marché du financement des PME¹⁴²⁷. En effet les particuliers souhaitant financer des jeunes entreprises peuvent trouver grâce à ces plateformes en ligne, des informations sur *start-up* en quête de fonds. En outre, les plateformes fournissent également une assistance aux investisseurs et prêteurs dans le cadre de l'opération de financement.

260 Un nouveau canal de financement bénéficiant d'une harmonisation complète au sein de l'Union européenne. Le financement participatif bénéficiait d'une réglementation ad-hoc dans de nombreux États au sein de l'Union européenne¹⁴²⁸. Il ne disposait cependant pas d'une réglementation harmonisée jusqu'à récemment.

¹⁴²⁷ Cette problématique est particulièrement présente en matière de *crowdequity* où le *crowdfunding* peut réduire l'asymétrie existante entre les investisseurs et les entrepreneurs: ESTRIN S., KHAVUL S., WRIGHT M., « *Soft and hard information in equity crowdfunding: network effects in the digitalization of entrepreneurial finance* », *Small Business Econ*, 2022, p. 1761 à 1767, n°1 à 3. Sur la présence importante l'asymétrie informationnelle sur les plateformes de *crowdfunding* : WESSEL M.E., *Crowdfunding : Platform Dynamics under Asymmetric Information*, *Vom Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften der Technischen Universität Darmstadt zur Erlangung des akademischen Grades Doctor rerum politicarum*, 10 octobre 2016, p. 16 et 17, n°2.3.3. Certains auteurs soulignent la quantité d'information générée par le *crowdequity* : AGRAWAL A. K., C. CATALINI C., GOLDFARB A., « *Some simple economics of crowdfunding* », National Bureau of Economic Research, Working Paper 19133, June 2013, p. 11 et 12, n°3.1.1.

¹⁴²⁸ European Commission, *Identifying market and regulatory obstacles to cross border development of crowdfunding in the EU*, Final Report, December 2017, Annex A2 Member States' Profiles on Crowdfunding.

Le *crowdlending* et le *crowdequity* sont aujourd’hui encadrés par un statut européen unique mettant ainsi fin à la fragmentation du marché unique¹⁴²⁹, laquelle présente un obstacle important à ce jour encore pour d’autres moyens de financement (le capital-investissement intermédié notamment).

L’harmonisation complète du cadre juridique des intermédiaires de financement participatif mis en place par le règlement (UE) 2020/1503 (ci-après « *Règlement crowdfunding* »¹⁴³⁰) est particulièrement intéressant pour les jeunes pousses qui peuvent exploiter les avantages du marché unique en leur faveur et avoir accès à un nombre très important de particuliers susceptibles de financer leurs projets innovants.

Il convient dans le cadre de la présente étude d’examiner l’évolution juridique ayant eu lieu en droit français afin de comprendre dans quelle mesure le financement participatif constitue un canal adapté permettant aux emprunteurs et aux investisseurs de financer les jeunes pousses. Il convient en outre de se demander si le droit français positif permet un fonctionnement efficace des plateformes exerçant une activité de financement participatif (qu’il s’agisse du *crowdlending* ou du *crowdequity*).

Dans un premier temps nous examinerons le *crowdlending* (Chapitre I). Dans un second temps nous analyserons le *crowdequity* comme un moyen possible de démocratisation du financement par l’Offre au public titres de capital non cotés (Chapitre II).

¹⁴²⁹ Le Règlement *crowdfunding* (Règlement (UE) 2020/1503) permet après l’obtention d’un agrément de prestataire de service de financement participatif (article 12) aux plateformes de « *passerporter* » leur activité grâce à une simple notification des autorités compétentes (article 18 du règlement (UE) 2020/1503). S’agissant du droit français : article L.547-1 du Code monétaire et financier (sur l’agrément). Sur le système de notification mis en place par le Règlement *crowdfunding* : LUCCHESI M., « *Ordonnance du 22 décembre 2021 sur le financement participatif : impact du règlement européen sur le crowdfunding en droit français* », RDBF n° 2, Mars 2022, étude 2, p. 3, n°25 à 28.

¹⁴³⁰ Règlement (UE) 2020/1503 du Parlement européen et du Conseil du 7 octobre 2020 relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entrepreneurs, et modifiant le règlement (UE) 2017/1129 et la directive (UE) 2019/1937

CHAPITRE I : LE *CROWDLENDING* COMME REPONSE A CERTAINES INSUFFISANCES DU CREDIT BANCAIRE

261 Une évolution juridique conduisant à une évolution structurelle. L'apparition des plateformes de *crowdfunding* est avant tout le résultat d'un contexte économique. Ces plateformes constituent en effet une réponse à la difficulté de l'accès des PME au crédit bancaire après la crise de 2008¹⁴³¹.

L'évolution de la réglementation française en matière de financement participatif semblait inévitable afin de fournir un cadre juridique adapté au *crowdfunding*. La mise en relation du prêteur et de l'emprunteur par une plateforme en ligne, avant l'ordonnance du 30 mai 2014¹⁴³², entrainait en effet dans la définition de l'opération de crédit¹⁴³³, sauf si le prêt était structuré sous forme de titre de créance (l'intermédiation des titres de créance nécessitait cependant, en principe, un agrément en tant qu'entreprise d'investissement)¹⁴³⁴.

Or, le statut d'établissement de crédit ou celui d'intermédiaire en opérations de banque et en service de paiement (ou « IOBSP »)¹⁴³⁵ s'avérait inadaptés à l'activité des plateformes de *crowdfunding*.

¹⁴³¹ Sur ce point: MEJRI I., HAMOUDA M., TARBLESI D., « *Crowdequity and Crowdfunding: two alternative funding solutions for entrepreneurial ventures. The case of the French firm Gifts for change* », E 2017: 7th Annual International Conference on Innovation and Entrepreneurship, Nov 2017, Singapore, p. 3. SAIEDI E., MOHAMMADI A., BROSTRÖM A., SHAFI K., « *Distrust in Banks and Fintech Participation: The Case of Peer-to-peer Lending* », Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 46, September 2022, spec. p. 1170-1174.

¹⁴³² Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif.

¹⁴³³ L'opération de crédit est définie par l'article L.313-1 du Code monétaire et financier (CHAABEN M., *Le financement participatif*, Connaissances et savoirs, 2016, p. 156).

¹⁴³⁴ Dans ce dernier cas le prestataire devait demander un agrément en qualité d'entreprise d'investissement (article L.532-1 du Code monétaire et financier) pour des services d'investissement exercés (au sens de l'article L.321-1 du Code monétaire et financier).

¹⁴³⁵ Dans le cas contraire l'intermédiation bancaire ou l'intermédiation des flux de monnaie ayant cours légal était encore possible dans le cadre du statut d'intermédiaire d'opération de banque et de services

Compte tenu de ces difficultés, le législateur a choisi d'instituer un régime juridique ad-hoc, dérogeant au principe du monopole bancaire, à travers l'ordonnance de 2014¹⁴³⁶, puis à travers le Règlement *crowdfunding*.

Le financement participatif a donc apporté une certaine forme de libéralisation¹⁴³⁷ du financement par prêt en permettant aux particuliers de procéder à des opérations de prêt à intérêt à travers des plateformes autorisées à cet effet. Le mouvement législatif initié par le législateur français a permis l'émergence d'un moyen de financement semblant comporter des avantages importants par rapport au crédit bancaire du pour les *start-up*.

262 Le périmètre de l'analyse. Nous précisons que la présente analyse vise uniquement le financement participatif sous forme de prêt à intérêt et ne traite pas du financement par obligations ou titres de créance ou encore le *royalty crowdfunding* sauf dans le cas où une référence expresse est faite à ces moyens de financement. Nous excluons également du périmètre de notre analyse les opérations de financement participatif sous forme de prêt à titre gratuit. Afin de faciliter la compréhension de notre analyse nous désignerons à travers le terme « *crowdlending* » les opérations financement participatif sous forme de prêt à intérêt.

de paiement « IOBPS » prévu par l'article L.519-1 et s. du Code monétaire et financier. Ce statut n'offrait toutefois pas une réponse adéquate aux besoins de l'activité de *crowdlending*. Le régime juridique applicable exigeait que l'activité d'intermédiation soit réalisée entre deux personnes dont l'un devait obligatoirement disposer du statut d'établissement de crédit ou d'établissement de paiement (Sur ce point : STORCK M., « *Les nouveaux statuts français de conseillers en investissement participatif et d'intermédiaires en financement participatif* », Rev. Lamy dr. aff., N° 106, 1er juillet 2015, p. 5, n°I, B), 1) ; CHAABEN M., *Le financement participatif*, op.cit., p. 53 et 149).

¹⁴³⁶ Sur cette évolution législative : NETTER E., *Le financement participatif*, Mélanges en l'honneur du Professeur Didier R. Martin, LGDJ, 2015, p. 9 et s.

¹⁴³⁷ Nous définissons dans ce contexte la libéralisation comme une tendance à conférer plus de liberté à l'organisation d'une activité économique (ici notamment aux plateformes souhaitant se livrer à une activité de *crowdlending*). Le dictionnaire Larousse définit la libéralisation comme l'action de rendre la liberté à quelqu'un (<https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/lib%C3%A9ralisation/46973>).

Nous étudierons dans un premier temps les principales caractéristiques du *crowdfunding* afin de comprendre pourquoi ce moyen de financement semble plus adapté au financement des *start-up* que le financement par crédit bancaire (Section I).

Il reste cependant possible de se demander si la réglementation française ne présente pas des défauts importants en matière de *crowdfunding*, qui seraient susceptible de réduire l'intérêt de ce moyen de financement pour les *start-up* (Section II).

Section I : L'émergence d'un nouveau moyen de financement adapté aux entreprises à risque

263 L'émergence du financement participatif sous forme de prêt. Les plateformes de *crowdfunding* peuvent aujourd'hui réaliser leur activité en toute légalité. Ces plateformes bénéficient en effet d'une dérogation au monopole bancaire qui leur permet d'exercer leur activité sous un statut différent de celui d'établissement de crédit. La création d'un statut dédié aux plateformes de *crowdfunding* a fait émerger un *business model* palliant les contraintes trop lourdes des opérations de crédit bancaire.

Il convient dans un premier temps d'examiner le régime du financement participatif sous forme de prêt et ses avantages pour les *start-up* par rapport au crédit bancaire (1§). Dans un second temps nous examinerons les caractéristiques des contrats de prêts utilisés en matière de financement participatif. Nous déterminerons en quoi ces contrats sont adaptés au financement des *start-up* (2§)

1§) Le crowdfunding : une opération présentant des caractéristiques adaptées aux start-up

264 Les limitations du crédit bancaire et la solution apportée par le *crowdfunding*. L'émergence du financement participatif sous forme de prêt rémunéré permet de pallier certaines insuffisances du crédit bancaire notamment en ce qui concerne le financement des petites et moyennes entreprises parmi lesquelles les *start-up*.

Dans le cadre d'une opération de *crowdfunding* les risques inhérents à une opération de crédit ne sont pas supportés par une société intermédiaire mais par un nombre éventuellement important de particuliers, qui eux-mêmes se font assister dans leur choix de financement par une plateforme en ligne. Nous examinerons d'abord les atouts résultant des caractéristiques de l'opération de financement elle-même au regard notamment des éventuelles contraintes prudentielles (A).

Nous analyserons dans un second temps les avantages résultant du modèle d'affaire des plateformes de *crowdfunding* : la rapidité et la facilité de l'obtention du crédit (B).

A) Les avantages de l'opération de *crowdfunding* : un crédit non-bancaire

265 Une approche différente par rapport au crédit bancaire. Le *crowdfunding* présente une approche différente de celle du financement par crédit bancaire en raison de la distribution des risques sur un grand nombre d'emprunteurs (et non sur un seul emprunteur central).

Il convient dans un premier temps de rappeler les insuffisances du crédit bancaire au regard du financement des *start-up* en matière prudentielle (1) auxquels le *crowdfunding* est susceptible d'apporter une réponse (2).

Le *crowdfunding* constitue en effet une variante du crédit non-bancaire (à l'image de certains fonds professionnels comme les FPS, FPCI ou encore OFS¹⁴³⁸) qui a connu un essor progressivement au cours des dernières décennies¹⁴³⁹.

1) *Les insuffisances du crédit bancaire*

266 L'existence de contraintes prudentielles importantes. L'une des principales limites du crédit bancaire trouve sa source dans la qualité du prêteur : l'établissement de

¹⁴³⁸ La voie pour les FPS et pour les FPCI d'accorder des prêts a été ouverte par la loi du 29 décembre 2015 : Loi n° 2015-1786 du 29 décembre 2015 de finances rectificative pour 2015. S'agissant du FPS : article L.214-154, 4° du Code monétaire et financier. Les OFS ont obtenu cette possibilité en 2017 à travers Ordonnance n° 2017-1432 du 4 octobre 2017 portant modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs et du financement par la dette (qui a créé l'article L.214-190-1 du Code monétaire et financier). A noter que les organismes de titrisation peuvent également accorder des prêts sur le fondement de l'article L.214-175-1 du Code monétaire et financier.

¹⁴³⁹ Sur les différentes méthodes de crédit non-bancaire et notamment sur la possibilité pour les ELTIF d'accorder des prêts : BONNEAU T., « *Crédit non bancaire - Propos conclusifs* », RDBF n° 2, dossier 23, mars 2019, (p.108 à 110), n°8 et s. Sur l'histoire du crédit non-bancaire et notamment sur le rôle des sociétés en commandite : JALLAIMON C., « *Une histoire du crédit non bancaire : la société en commandite simple aux XVIIIe et XIXe siècles* », RDBF n° 2, Mars 2019, dossier 14, (p. 61 à 66).

crédit. Ce dernier centralise l'ensemble des risques qui résultent de l'opération de crédit. Il réalise seul cette opération, ou de façon conjointe avec un nombre limité d'autres établissements (en cas de crédit syndiqué)¹⁴⁴⁰.

Compte tenu de son importance dans le système financier l'établissement de crédit doit respecter un certain nombre d'obligations prudentielles contraignantes résultant de la centralisation des risques, lesquelles tiennent compte du profil de risque de l'emprunteur¹⁴⁴¹. Dans la mesure où les jeunes entreprises innovantes sont des sociétés à risque, un tel cadre réglementaire et prudentiel est susceptible de rendre leur financement plus difficile par la voie du crédit bancaire.

2) Une réponse apportée par le *crowdfunding*

267 L'absence de contrainte prudentielles pesant sur les prêteurs. Les opérations de *crowdfunding*, lesquelles constituent un moyen de financement non-bancaire¹⁴⁴², font intervenir un grand nombre de particuliers allouant des montants relativement faibles à un projet¹⁴⁴³. Dans le cadre d'une opération de *crowdfunding* les prêteurs, qui sont essentiellement des personnes physiques, échappent donc largement aux contraintes prudentielles connues en matière bancaire.

Nous notons toutefois que rien n'exclut, en théorie, l'intervention des personnes morales (ou encore des établissements de crédit) en qualité de prêteur dans une campagne de *crowdfunding* dans le cadre juridique actuel¹⁴⁴⁴.

¹⁴⁴⁰ Sur la formation d'un syndicat bancaire : BOURETZ E., « *Crédits syndiqués, Syndication directe* », Fasc. 505, JCl. Droit bancaire et financier, date d'actualisation : 1^{er} février 2019, spéc. n°19 et s.

¹⁴⁴¹ Nous avons développé ces aspects en détail *supra* n°52 et s.

¹⁴⁴² TEHRANI A., COUPET C., « *Questions - Le crédit non bancaire et les PME* », JCP E, 280, n° 17-18, 25 Avril 2019, 280.

¹⁴⁴³ Règlement (UE) 2020/1503, consid. 10 (le règlement mentionne une collecte de fonds auprès des particuliers non fortunés). Sur ce point : RIBEIRO-NAVARRETE S., PIÑEIRO-CHOUSA J., ÁNGELES LÓPEZ-CABARCOS M., PALACIOS-MARQUÉS D., « *Crowdfunding: mapping the core literature and research frontiers* », Rev Manag Sci 16, 9 June 2021, p. 2382, n°1.

¹⁴⁴⁴ Règlement (UE) 2020/1503, article 2 1, i).

268 L'absence de contrainte prudentielles pesant sur les plateformes de *crowdlending*. Les plateformes de *crowdlending*, quant à elles, ne sont pas soumises à des exigences prudentielles aussi contraignantes que celles pesant sur les établissements de crédit¹⁴⁴⁵ : ainsi, notamment elles ne doivent pas augmenter leurs fonds propres réglementaires en fonction du risque de crédit encouru.

Cette différence de traitement résulte du fonctionnement même des plateformes de *crowdfunding* dont le rôle diffère largement de celui des établissements de crédit. Tandis que les banques prêtent pour leur compte propre, l'unique fonction des plateformes de financement participatif consiste à mettre en relation les entreprises et les prêteurs¹⁴⁴⁶.

Les plateformes de financement participatif, contrairement aux établissements de crédit, ne subissent pas le risque de crédit¹⁴⁴⁷ et leur exploitation ne requière donc pas la mise en place d'obligations prudentielles aussi contraignantes que celles pesant sur les établissements de crédit. Il est donc beaucoup plus aisé et moins coûteux, en pratique, de constituer une plateforme de financement participatif qu'un établissement de crédit.

¹⁴⁴⁵ Règlement (UE) 2020/1503, article 11, 1.

¹⁴⁴⁶ Les plateformes de *crowdlending* jouent le rôle d'un intermédiaire. Ce rôle a également été mis en avant par la définition par l'ordonnance de 30 mai 2014 aux plateformes de *crowdlending* (Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif, article 17), qui a créé l'article L.548-2 du Code monétaire et financier. Cet article définissait les plateformes de *crowdlending* comme des intermédiaires en financement participatif (l'article visait jusqu'à l'adoption de l'ordonnance n° 2021-1735 du 22 décembre 2021 modernisant le cadre relatif au financement participatif les plateformes de *crowdlending* proposant des prêts rémunérés et non-rémunérés. Aujourd'hui il est réservé aux plateformes de *crowdlending* offrant des prêts non-rémunérés). L'article 2, 1, a, i) du Règlement (UE) 2020/1503 définit également le *crowdlending* comme la mise en relation des intérêts d'investisseurs et de porteurs de projets en matière de financement d'entrepreneurs par la facilitation de l'octroi de prêts.

¹⁴⁴⁷ HAVRYLCHYK O., *Regulatory framework for the loan based crowdfunding platforms*, OECD Economics Department Working Papers n°1513., 13 November 2018, p. 13. Le modèle d'affaire des plateformes de *crowdfunding* se différencie sur ce point non seulement de celui des établissements de crédit mais de tous les acteurs qui prêtent sur fonds propres (cette activité est également appelée *balance sheet lending* : HAVRYLCHYK O., *Regulatory framework for the loan based crowdfunding platforms*, op.cit., p. 15) où le risque de crédit reste entièrement supporté par l'intermédiaire.

B) Les avantages résultant du modèle d'affaire des plateformes de *crowdlending* : un accès plus rapide et facilité au financement

269 Les avantages du point de vue des *start-up*. Au-delà des spécificités en matière de distribution du risque, il convient également d'examiner les conditions d'obtention du crédit propres au *crowdlending*.

Le *crowdlending* est susceptible de présenter de nombreux avantages pour les *start-up* qui tiennent notamment à la spécialisation des plateformes dans le financement des PME¹⁴⁴⁸ ou encore à la subjectivité de la décision d'octroi du prêt qui est dans une grande mesure déléguée à des personnes physiques¹⁴⁴⁹.

¹⁴⁴⁸ Les particuliers sont assistés dans leur décision d'octroi de prêt par des plateformes, qui ont pour unique tâche de sélectionner les projets les plus sérieux et les *start-up* ayant la capacité de supporter le versement d'un intérêt régulier. Il s'agit d'un atout important en présence de jeunes entreprises innovantes et notamment en présence de prêteurs ne disposant pas (ou peu) d'expérience en matière de prêt. Les plateformes de financement participatif ont, en effet, la possibilité de développer une véritable expertise dans les prêts destinés aux PME comme le cœur de leur activité reste concentrée autour de la bonne sélection et l'évaluation des établissements. Cette expertise est susceptible de présenter un atout quant à la compréhension du *business model* des petites entreprises et semble avantageux au regard de financement de ces derniers. Une analyse des stratégies de sélection des plateformes de financement participatif par prêt (entre autres) : LACAN C., « *Comment une plateforme sélectionne-t-elle ses projets ? Comparaison entre le financement participatif basé sur les contreparties et le prêt* », Conférence : 16^{ème} Journées Normandes sur la Consommation : Société et Consommation, November 2017, 7 et s., n°3.1. et s. La fonction de « filtre » exercée par des plateformes de financement participatif est matérialisée par le droit européen notamment en matière d'évaluation de risque de crédit (article 4 du Règlement (UE) 2020/1503) et au sein des standards techniques publiés par l'EBA sur les obligations liées au *credit scoring* qui doivent être respectées par les plateformes de *crowdlending* (EBA, Draft Regulatory Technical Standards on credit scoring and pricing disclosure, credit risk assessment and risk management requirements for crowdfunding service providers under Article 19(7) Regulation (EU) 2020/1503, Final report, EBA/RTS/2022/05, 29 April 2022). Nous notons qu'une version mise à jour des standards techniques est disponible en annexe de l'opinion de l'Autorité Bancaire Européenne publié le 7 juin 2023 (L'opinion : Opinion of the European Banking Authority, 7 June 2023, EBA/Op/2023/04. La proposition de règlement révisée et publié le 6 juin 2023: Commission Delegated Regulation (EU).../... of XXX supplementing Regulation (EU) 2023/1503 of the European Parliament and the Council with regard to regulatory technical standards specifying requirements on credit scoring of crowdfunding projects, pricing of the crowdfunding offers, and risk management policies and procedures.

¹⁴⁴⁹ Comme nous l'avons évoqué dans le premier chapitre de notre thèse l'un des principaux défauts des établissements de crédit en matière de financement de PME est l'absence de prise en compte de facteurs

Ainsi, les plateformes de crowdfunding permettent aux emprunteurs d'accéder plus rapidement (1) et facilement (2) au crédit pour les raisons détaillées ci-après.

1) *Un accès plus rapide au financement*

270 Un atout résultant du modèle d'affaire propre au *crowdlending*. L'un des atouts des plateformes de *crowdlending* par rapport aux établissements de crédit, particulièrement intéressant pour les petites ou moyennes entreprises, est la rapidité dans le traitement des demandes de financement des entreprises fréquemment évoquée par la littérature en matière de *crowdlending*¹⁴⁵⁰.

subjectifs dans la décision d'octroi de crédit. La tâche des intermédiaires intervenant dans le cadre des opérations de *crowdlending*, consiste à isoler la tâche de la sélection des projets et la décision de financement par ces derniers et la déléguer à des personnes physiques qui sont les clients de la plateforme. Cela peut présenter un avantage en matière de financement de *start-up* dans la mesure où les prêteurs personnes physiques agissent pour le compte et peuvent prendre une décision de financement sur la base de leurs motivations personnelles (notamment intérêt pour un secteur en particulier, affinité avec le type de projet). Sur la prise en compte des facteurs autres que financiers : ADHAMI S., GIANFRATE G., S. Johan, *Risks and Returns in Crowdlending*, Palgrave Macmillan, op.cit., p. 16, n°5. *A contrario* personnes en charge de l'allocation de crédit au sein des établissements de crédit ne peuvent pas prendre en compte des motivations autres que l'intérêt de l'établissement (dans la mesure où l'établissement de crédit prête pour son compte propre). Le facteur humain (ou subjectif) dans la décision d'octroi de prêt peut être un atout pour les PME n'ayant pas des historiques financiers importants. Nous précisons néanmoins que les nouvelles techniques d'*autolending* (ou *autobid*) sont susceptibles de réduire la subjectivité dans les décisions d'octroi de prêt. Le prêteur doit seulement donner les paramètres des prêts qu'il souhaite conclure (risque, maturité ; taux d'intérêt, secteur d'activité, etc (HAVRYLCHYK O., *Regulatory Framework for the loan based crowdfunding*, op.cit., p. 13 (également sur ce modèle d'affaires: p. 23).

¹⁴⁵⁰ DURAND N, DELERUE H., DUBRUELLE C., « *Le recours au crowdlending : nécessité et opportunité au sein d'un système dynamique* », 13ème Congrès International Francophone en Entrepreneuriat et PME In: *La recherche en entrepreneuriat et PME : Vers de nouveaux horizons*, Association Internationale de recherche en Entrepreneuriat et PME (AIREPME), Trois Rivières, Canada, Octobre 2016,. Sur ce point : p. 9 et 10 (et notamment le témoignage d'un entrepreneur en p. 10), n°3. PALLERE DE N., GOULLET C., « *Motivations et rapports du crowdlending, un financement innovant : le cas de deux franchiseurs* », *Innovation*, n°56, 2018/2, p. 58 et s. (témoignages des entrepreneurs). BERKOWITZ H., SOUCHAUD A., « *Stratégie de conquête d'un nouvel espace de marché : la structuration du crowdlending* ». *Gérer & comprendre*, N° 131, Annales des Mines 7, mars 2018, p. 13 ; DURKIN M., LAFFEY D., GANDHY A., CUMMINS D., FERAON C., « *The SME – Bank Relationship: Exploring the Impact of Crowdfunding at Start-up* », *Autums* 2016, p. 10, n°4; F.

La réactivité plus importante des plateformes proposant des services de *crowdfunding* est susceptible résulte d'une part de la taille relativement réduite des plateformes présentes sur le marché et du parcours entièrement digitalisé et optimisé des entrepreneurs souhaitant lever des fonds.

Les plateformes de *crowdfunding* sont bien souvent elles-mêmes des jeunes pousses dont l'activité principale consiste à financer des PME ou *start-up*. La rapidité de la prise de décision peut également être expliquée par la plus grande souplesse des mécanismes de contrôle interne ou de gestion des risques et par l'absence le processus de prise de décision stratifié telle qu'elle existe au sein des établissements de crédit¹⁴⁵¹.

Nous précisons néanmoins que les standards techniques développés par le législateur européen¹⁴⁵² en matière d'évaluation et gestion de risques sont susceptibles de réduire cet avantage résultant du modèle d'affaire des plateformes de *crowdfunding*.

2) *Un accès facilité au financement*

271 Les critères de sélection adaptés aux PME (matures). Le *crowdfunding* se présente fréquemment comme une alternative au crédit bancaire et une solution aux entrepreneurs dont la société ne répond pas aux critères établis par les établissements de crédit¹⁴⁵³. En effet, les plateformes de *crowdfunding* semblent disposer de critères de sélection spécifiques qui diffèrent de ceux employés par les établissements de crédit¹⁴⁵⁴ qui, comme évoqué

Ben Slimane, E. Rousselet, « *Le financement participatif (ou le crowdfunding) aux PME et TPE : mythes et réalités d'une innovation financière* », *Innovations*, op.cit., p. 25 à 26 et 33.

¹⁴⁵¹ Nous avons abordé les inconvénients liés à la prise des décisions des établissements de crédit *supra* n°61 et s.. Le témoignage d'un collaborateur d'établissement de crédit : A. c, p. 78.

¹⁴⁵² Nous abordons ces standards techniques *infra* n°293 et s.

¹⁴⁵³ Le témoignage d'un collaborateur d'établissement de crédit : ROSE A., « *Crowdfunding et les banques : menace, complément et enjeux* », op.cit., p. 78.

¹⁴⁵⁴ FBEN SLIMANE F., E. ROUSSELET E., « *Le financement participatif (ou le crowdfunding) aux PME et TPE : mythes et réalités d'une innovation financière* », op.cit., p. 28 (section : « *Des entreprises ou projets pour lesquels le financement participatif est impossible ou difficile d'accès* »); DURAND

précédemment, sont généralement basés sur des facteurs objectifs liés à l'historique financier des entreprises¹⁴⁵⁵. Ces critères propres aux plateformes de *crowdfunding* permettent à notre sens d'ouvrir l'accès au financement à un panel plus large de PME.

Ces critères restent cependant hétérogènes et difficiles à catégoriser dans la mesure où ils sont susceptibles d'être établis par chaque plateforme, au cas par cas. Si les critères retenus par les plateformes de *crowdlending* semblent parfois exigeants, ils font preuve d'une grande souplesse par rapport à ceux appliqués par les établissements de crédit. Certaines plateformes requièrent de la part des PME que ces dernières bénéficient d'un historique financier d'au moins deux ans et qu'elles aient produit un chiffre d'affaires pour accepter de référencer un projet¹⁴⁵⁶.

En outre, les plateformes de financement participatif sont aujourd'hui poussées à adopter des systèmes de *credit scoring* similaires à ceux existant au sein des établissements de crédit (nous aborderons le cadre réglementaire relatif au *credit scoring* propre aux plateformes de *crowdlending infra*¹⁴⁵⁷).

Ces facteurs réserveraient donc l'accès au *crowdlending* à une catégorie plus mature d'entreprises et pourrait donc exclure les sociétés en phase de création¹⁴⁵⁸.

N., DELERUE H., DUBRUELLE C., « *Le recours au crowdlending : nécessité et opportunité au sein d'un système dynamique* », op.cit., p. 10. Sur l'efficacité de la sélection réalisée par les plateformes de *crowdlending* : HAVRYLCHYK O., VERDIER M., « *Intermédiation financière à l'époque de FinTechs : le rôle des plateformes de crowdlending* », Rev. d'économie financière, n°127, 2017/3, p. 215.

¹⁴⁵⁵ Abordé *supra* n°58.

¹⁴⁵⁶ BEN SLIMANE F., ROUSSELET E., « *Le financement participatif (ou le crowdlending) aux PME et TPE : mythes et réalités d'une innovation financière* », op.cit., p. 26 et 27 (critères de sélection relativement strictes) p. 28 (exigence de 2 bilans).

¹⁴⁵⁷ Abordé *infra* n°292 et s.

¹⁴⁵⁸ DE LA PALLERE N., GOULLET C., « *Motivations et rapports du crowdlending, un financement innovant : le cas de deux franchiseurs* », op.cit., p. 50 (« pour les banques, la garantie est un élément central dans le processus de financement d'une entreprise »).

272 Une motivation pour référencer des projets sur la plateforme. L'accès facilité au financement par *crowdlending* peut également s'expliquer par la nécessité, pour les plateformes, de référencer de nombreux projets pour continuer d'exister.

Dans la mesure où la rémunération des plateformes de financement participatif provient généralement des levées de fonds, il est nécessaire pour celles-ci de proposer un grand nombre de projets aux prêteurs afin d'optimiser ses bénéfices.

Il convient néanmoins de préciser que les plateformes doivent également veiller à ce que les projets soient de bonne qualité puisque le non-remboursement des prêts accordés peut entraîner des conséquences négatives en termes de réputation et saper la confiance des prêteurs. En effet, dans une opération de *crowdlending* le risque du financement est *in fine* porté par les prêteurs en non pas par la plateforme¹⁴⁵⁹. La vigilance s'impose donc, d'autant plus que les prêteurs sont bien souvent des particuliers n'ayant pas d'expérience en matière de financement¹⁴⁶⁰.

2§) Une catégorie de contrats de prêt adaptés aux start-ups ?

273 Les particularités des contrats de prêt conclus entre les start-up et les particuliers dans le cadre d'une opération de crowdlending. Les contrats de prêt conclus dans le cadre des opérations de *crowdlending* présentent des atouts considérables pour financer des entreprises à risque et semblent adaptés aux objectifs des *start-up*. Ces contrats peuvent cependant également s'avérer risqués pour les jeunes pousses. Il convient donc d'examiner quels sont les avantages et les inconvénients qui résultent des spécificités de ces contrats.

¹⁴⁵⁹ MERJI I., HAMOUDA M., TRABLESI D., « *Crowdequity et Crowdlending : deux alternatives de financement des TPE/PM, le cas de l'entreprise Gifts for Change* », op.cit., p. 39.

¹⁴⁶⁰ SHENOR R., ZHAO L., FLATEN B-T., *Advances in crowdfunding*, Palgrave Macmillan, op.cit., p. 85.

Nous relevons d'abord qu'une grande partie des contrats ne sont pas assortis de sûretés (A). Cependant de nombreuses plateformes appliquent des taux d'intérêts largement plus élevés que les taux pratiqués par les établissements de crédit (B).

A) L'absence de sûreté de attachés au contrat de prêt ...

274 Une tendance favorable pour les jeunes entreprises. Les techniques d'atténuation des risques pratiquées par les plateformes de *crowdfunding* comportent un certain nombre de particularités. L'une des spécificités marquantes par rapport aux opérations de crédit octroyés par les établissements de crédit est l'absence habituelle de sûretés accompagnant la conclusion des contrats de prêts dans le cadre des opérations de *crowdlending*¹⁴⁶¹.

Il reste néanmoins possible de se demander si cette caractéristique, qui nous semble constituer une tendance, résulte de la différence des exigences réglementaires pesant sur les établissements de crédit et sur les plateformes de financement participatif¹⁴⁶² ou de la volonté des plateformes de financement participatif de rester accessibles aux petites entreprises ayant très peu d'actif matériel dans leur patrimoine (et même parfois peu d'actif immatériel).

¹⁴⁶¹A l'exception du *crowdfunding immobilier*, les plateformes de *crowdlending* n'exigent pas fréquemment de sûreté pour sécuriser le remboursement des prêts (SEGAL M., « *Peer-to-Peer Lending : A Financing Alternative for Small Businesses* », SBA office Advocacy, Issue brief Number 10, p. 3; YEO E., J. JUN J., « *Peer-to-peer Lending and Bank Risks : a Closer Look* », Sustainability 202, 12, 6107, p. 2, T. Ziegler, R. Shenor, « *Lending Crowdfunding : Principles and Market Development* », Advances in Crowdfunding, op.cit., p. 72).

¹⁴⁶² La différence entre le financement bancaire et le *crowdlending* est mis en avant dans l'article suivant : DIDIER P., « *Le crowdlending* », RDBF, n°2, Mars 2019, dossier 17, p. 34-43). Par ailleurs, l'établissement de crédit peut atténuer les incidences prudentielles d'une opération de prêt sur ses fonds propres réglementaires en exigeant la mise en place des sûretés réelles. En l'absence d'application du Règlement CRR ce facteur n'est pas à prendre en compte par des plateformes de *crowdlending*.

Il est en outre incertain que les sûretés constituent des outils efficaces pour protéger les prêteurs en matière de *crowdfunding* compte tenu des difficultés de recouvrement des créances en matière de financement participatif sous forme de prêt¹⁴⁶³.

En effet, la plateforme de financement participatif n'assure, en principe, pas la représentation collective des prêteurs en cas de procédure collective de la société financée. En principe ce sont les prêteurs qui devront agir directement à l'encontre des emprunteurs¹⁴⁶⁴.

275 Une position risquée des prêteurs chirographaires. L'absence de sûretés dans les contrats de prêt en matière de *crowdfunding* fragilise nécessairement la situation des prêteurs. En effet, ces derniers deviennent créanciers chirographaires des entreprises de faible maturité.

Le statut chirographaire nous semble en contradiction avec le besoin de contrôle et le suivi des risques, qui sont des enjeux majeurs pour les plateformes réalisant de nombreuses opérations avec jeunes entreprises¹⁴⁶⁵.

B) ... en contrepartie d'un taux d'intérêt élevé

¹⁴⁶³ Le prestataire de financement participatif doit néanmoins procéder à la réévaluation du prêt « à la suite d'un défaut » en vertu du (iii, e), 4. de l'article 4 du Règlement (UE) 2020/1503) et doit informer ses clients du taux de défaut des entreprises financées par la plateforme (article 20 du Règlement (UE) 2020/1503).

¹⁴⁶⁴ STUCKI D. : « *Le crowdfunding en France : modernisation et perspectives* », RDBF, Rev. bimestrielle Lexisnexis JCl., juillet-août 2015, (p. 114 à 116), et n°1. L'action du prêteur peut se heurter à plusieurs obstacles. N'étant pas un professionnel de crédit il peut simplement ignorer le défaut de la *start-up* (en l'absence de notification sur ce point de l'intermédiaire de financement participatif) et peut ne pas réaliser que le versement des intérêts n'a pas eu lieu en temps dû. Il est également possible que le prêteur ne connaisse simplement pas les démarches nécessaires en cas de défaut de paiement et notamment les modalités de la réalisation de la sûreté. Ces démarches sont également complexifiées par les particularités liées à la procédure collective. En effet, et sauf mandat de la part du créancier, la plateforme ne pourrait pas intervenir dans le processus de notification de créance.

¹⁴⁶⁵ Sur les risques importants résultant de la position des prêteurs : STUCKI D. : « *Le crowdfunding en France : modernisation et perspectives* », op.cit. n°1.

276 Le financement à un taux d'intérêt élevé : quelles conséquences pour les *start-up* ? Les plateformes de *crowdfunding* appliquent également un taux d'intérêt élevé, qui est fréquemment considéré comme la contrepartie de l'absence de sûretés accompagnant les prêts intermédiés par ces plateformes¹⁴⁶⁶. Il nous semble que cette pratique est adaptée au financement des jeunes entreprises à haut risque dans la mesure où elle permet de compenser le risque pris par les prêteurs.

Cette particularité appelle deux remarques. D'abord elle confirme la flexibilité de l'encadrement juridique du taux d'intérêt en matière de prêt accordé aux entreprises¹⁴⁶⁷. Les plateformes de financement participatif écartent clairement le taux moyen publié par la Banque de France¹⁴⁶⁸.

Le taux d'intérêt élevé en matière de financement participatif par l'intermédiation constitue aussi une barrière vis-à-vis d'une certaine catégorie de *start-up*.

Le *crowdfunding* ne semble donc pas adapté à l'ensemble des jeunes pousses mais seulement à celles qui génèrent des revenus et ont la capacité de rembourser un prêt ayant un coût relativement élevé.

En effet, en raison du taux d'intérêt habituellement élevé en matière de *crowdfunding* ce moyen de financement ne semble ainsi seulement adapté qu'à une petite fraction des *start-up*. En outre, le taux d'intérêt élevé peut être considéré comme un risque important

¹⁴⁶⁶ Sur le taux d'intérêts élevés en matière de *crowdfunding* : HAVRYLCHYK O., *Regulatory framework for the loan based crowdfunding platforms*, op.cit., p. 23 ; BEN SLIMANE F., ROUSSLET E., « *Le financement participatif (ou le crowdfunding) aux PME et TPE : mythes et réalités d'une innovation financière* », op.cit., p. 26 (section : « *Une sélection sévère mais hétérogène selon les plateformes* »). ; DE LA PALLIERE N., GOULLET C., « *Motivations et apports du crowdfunding, un financement innovant : le cas de deux franchiseurs* », op.cit., p. 59 (« *La contrepartie de l'absence de garantie, le coût du crédit est élevé...* » et 59 (« *La faiblesse du crowdfunding, c'est les taux d'intérêt élevés* »).

¹⁴⁶⁷ Nous pensons notamment à l'absence d'application des règles liées au taux d'usure aux prêts accordés à travers les plateformes de financement participatif. Nous aborderons ces aspects plus en détail *infra* n° 280, 281 et s.

¹⁴⁶⁸ Sur le taux moyen appliqué en matière de prêt aux entreprises : Banque de France, *Taux des crédits aux entreprises – France*, T3 2022, 19 octobre 2022.

en raison de l'incertitude quant à la viabilité du *business model* de nombreuses *start-up*.

Section II : Un cadre juridique adapté au financement des entreprises à risque ?

277 Les contraintes initiales résultant de l’ordonnance du 30 mai 2014¹⁴⁶⁹. Si le *crowdfunding* dispose, en raison du *business model* des plateformes de financement participatif, d’un potentiel pour pallier les insuffisances du crédit bancaire fallait-il encore que les législateurs français et européen aient la volonté d’exploiter ce potentiel.

La volonté du législateur national de permettre l’émergence d’une nouvelle catégorie d’acteurs qui pourraient potentiellement concurrencer les établissements de crédit ne ressortait pas clairement de l’esprit de l’ordonnance du 30 mai 2014.

Les limitations quantitatives et qualitatives du régime mises en place par l’ordonnance pouvaient être perçues au contraire comme une tentative du législateur de préserver de ce qui reste du monopole des établissements de crédit au détriment du *crowdfunding*. Ces limitations pouvaient également être regardées comme des mécanismes permettant de protéger le marché du potentiel risque systémique qui pourrait résulter de la multiplication des sources alternatives du financement par crédit. En tout état de cause, ces limitations constituaient un obstacle au regard des opérations de *crowdfunding* et de la perspective du financement des PME en France.

Les contraintes propres au régime français ont cependant été progressivement abandonnées au fil des évolutions législatives et sous l’influence du droit européen, permettant ainsi une prise de risque de plus en plus importante des prêteurs dans le cadre des opérations de *crowdfunding* (1§). Si les obstacles résultant des limitations quantitatives et qualitatives sont désormais levés, les plateformes de *crowdfunding* doivent aujourd’hui respecter des obligations exigeantes en matière de gestion de risque et de *credit scoring* qui sont susceptibles de rendre cette forme de financement moins attractif pour les jeunes pousses (2§).

¹⁴⁶⁹ Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif.

1§) Une adaptation progressive du cadre juridique au financement des start-up

278 La protection des prêteurs par des limitations et à travers des obligations informationnelles. Le droit français gouvernant les opérations de *crowdfunding* a connu une évolution importante depuis l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 30 mai 2014. Initialement le législateur souhaitait accorder une protection forte aux prêteurs à travers des limitations quantitatives et qualitatives. Si ces limitations ont progressivement été abandonnées (A) le législateur a, en contrepartie, renforcé les obligations informationnelles afin de compenser le risque résultant de l'asymétrie informationnelle laquelle, qui reste importante en présence de *crowdfunding* (B).

A) Un recul progressif des limitations qualitatives et quantitatives

279 Une évolution progressive en matière de limitations imposées aux plateformes de *crowdfunding*. L'ordonnance du 30 mai 2014 a instauré un régime juridique contraignant pour les plateformes en ligne ayant une activité de *crowdfunding* via le statut d'intermédiaire en financement participatif (ou « IFP »)¹⁴⁷⁰. Ces limitations concernaient essentiellement les montants de levées de fonds visant à réduire la marge de manœuvre des plateformes en matière de fixation du taux d'intérêt (1). Ces contraintes, qui présentaient de véritables obstacles en cas de financement des entreprises à risque ont été, dans une grande mesure levée au cours de la seconde moitié des années 2010 (2).

1) Les limitations contraignantes résultant de l'ordonnance 30 mai 2014

280 Les insuffisances initiales de l'intermédiation du prêt par les IFP. Le cadre juridique dédié aux plateformes de financement participatif par prêt créé par le législateur français en 2014 n'était pas adapté au financement des projets risqués à plusieurs titres. L'activité des plateformes IFP était soumise à de nombreuses contraintes réglementaires spécifiques.

¹⁴⁷⁰ Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif, article 17 (L.548-1 du Code monétaire et financier).

Tout d'abord les prêteurs connaissaient des limitations fortes quant à leur objet¹⁴⁷¹. Le législateur français a décidé de cantonner par l'ordonnance du 30 mai 2014 les prêts accordés dans le cadre des campagnes organisées par les IFP au financement d'achats des biens ou de prestations de service. Il a ainsi expressément exclu le financement de la recherche et développement réalisée par des ressources internes ou de la commercialisation de produits (dépenses liées au marketing, qui sont pourtant l'une des plus courantes dépenses en présence des entreprises en ligne)¹⁴⁷². Cet obstacle était susceptible de présenter une réelle limitation pour les *start-up* au même titre que l'encadrement du taux d'intérêt.

Le législateur a aussi décidé d'appliquer le cadre juridique relatif au taux d'usure aux opérations de *crowdfunding* réalisées par les IFP alors même que ces règles contraignantes ne s'appliquaient depuis 2004 qu'aux personnes physiques en matière de crédit¹⁴⁷³.

Outre ces limitations, les opérations de *crowdfunding* organisées par les IFP connaissaient des limites importantes quant aux montants de financement (2000 euros,

¹⁴⁷¹ Article L.548-1 du Code monétaire et financier (sous le régime de l'ordonnance du 30 mai 2014).

¹⁴⁷² Cette contrainte résultait de l'article L.548-1 du Code monétaire et financier (dans sa rédaction applicable en sous le régime créé par l'ordonnance du 30 mai 2014).

¹⁴⁷³ La contrainte principale du point de vue du financement des *start-up* résultait de l'article L.313-5-1 du Code monétaire et financier qui s'appliquait aussi bien aux emprunteurs personnes physiques que morales. Nous notons que l'article D.548-1, 1° du Code monétaire et financier renvoie (encore aujourd'hui) également aux dispositions du code de la consommation qui étaient toutefois réservées aux emprunteurs personnes physiques n'agissant pas à des fins professionnelles. L'article D.548-1 du Code monétaire et financier renvoie à l'article L.314-6 du Code de la consommation (l'article L.313-3 du Code de la consommation avant l'entrée en vigueur du décret n° 2016-1453 du 28 octobre 2016 relatif aux titres et aux prêts proposés dans le cadre du financement participatif) et l'article L.511-6, 7° renvoie également à l'article L.314-6 du Code de la consommation et à l'article L.314-6 et à l'article L.314-9 du même code. Sur ce point : TRIBOULET-PERROUCHOT V., « *L'encadrement juridique du prêt opéré par le biais d'une plateforme de financement participatif* », Bull. Joly Sociétés, n°12, 1^{er} décembre 2014, p. 763 ; LASSERRE-CAPDEVILLE J., « *Les incidences sur le monopole bancaire et le monopole des prestataires de services de paiement de l'ordonnance sur le financement participatif* », Gaz. Pal. 18 sept. 2014, n° 190f9, p. 6, n°11). Les contraintes relatives au taux d'usure est abordé en matière de crédit bancaire *supra* n°29.

maximum originellement 1000 euros)¹⁴⁷⁴. En outre le plafond du prêt ne devait pas dépasser la somme d'un million d'euros par porteur pour un même projet¹⁴⁷⁵.

281 Les alternatives potentielles au *crowdlending*. Les contraintes en matière de *crowdlending* étaient susceptibles de pousser les entreprises en quête de levées de fonds importantes vers les levées de fonds par émissions obligataires qui pouvaient être organisées par les plateformes ayant le statut de conseiller en investissement participatif (ou « CIP »).

Les levées de fonds obligataires intermédiées par les CIP n'étaient pas soumises aux dispositions relatives à l'usure et étaient soumises à des contraintes moindres quant à leur quantum que les prêts intermédiés par les plateformes IFP¹⁴⁷⁶. Elles échappaient également à d'autres limitations propres aux prêts intermédiés par les IFP¹⁴⁷⁷.

¹⁴⁷⁴ Article D.548-1 du Code monétaire et financier. Sur ce point : TRIBOULET-PERROUCHOT V., « *L'encadrement juridique du prêt opéré par le biais d'une plateforme de financement participatif* », op.cit. p. 760,; LE FUR A.-V., « *Le crowdfunding : Le cadre juridique national et le futur cadre juridique européen* », Dr. et patrimoine, N° 274, 1er novembre 2017, p.22 à 27, section I, A, 1°). Sous le régime de du décret n° 2014-1053 du 16 septembre 2014 relatif au financement participatif le seuil était de 1000 euros a été porté 2000 euros par le décret n° 2016-1453 du 28 octobre 2016 relatif aux titres et aux prêts proposés dans le cadre du financement participatif.

¹⁴⁷⁵ Article D.548-1 du Code monétaire et financier. Sur ce point : TRIBOULET-PERROUCHOT V., « *L'encadrement juridique du prêt opéré par le biais d'une plateforme de financement participatif* », op.cit. p.760, MOULIN J.-M., *Financement participatif (crowdfunding)*, op.cit., n°216.

¹⁴⁷⁶ L'émission obligataire n'était soumise qu'au seuil commun à l'ensemble des titres financiers émis dans le cadre d'une campagne de *crowdfunding* (après l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 30 mai 2014 l'article L.547-1 du Code monétaire et financier renvoyait à l'article L.411-2 du Code monétaire et financier. Cet article qui fixait d'abord le seuil d'un million augmenté à 2,5 millions d'euros à la suite de l'adoption du décret n°2016-1453 du 28 octobre 2016 et à 8 millions d'euros après l'adoption du décret n°2019-1097 du 28 octobre 2019). S'agissant des IFP la limitation globale du montant de levé de fonds (au sein de l'article D.548-1 du Code monétaire et financier) par projet était fixé à un million d'euros par le décret n°2014-20153 du 16 septembre 2014. Ce montant n'était pas augmenté jusqu'à l'adoption du Règlement *crowdfunding* qui a instauré un régime harmonisé pour les plateformes de *crowdlending* intermédiant des prêts énumérés et pour les plateformes de *crowequity* dans le c), 2. de l'article 1 du Règlement *crowdfunding*.

¹⁴⁷⁷ Les prêteurs, dans le cadre d'une levée de fonds organisé par un IFP ne pouvaient être que des personnes physiques (article L.511-6, 7° du Code monétaire et financier) Sur ce point : TRIBOULET-PERROUCHOT V., « *Le bonheur est dans le prêt : financement participatif sous forme de prêt et finance durable* », RDBF n° 4, Juillet 2015, 45, p. 3 et 4 n°26 et 36. Le prêt accordé intermédié par les plateformes IFP était également limité quant à sa durée (il était limité à 7 ans) (sur ce point :

Le législateur a également créé un nouvel outil à destination des plateformes souhaitant proposer des produits financiers basés sur la dette : les minibons¹⁴⁷⁸. Le *crowdfunding* obligatoire semblait cependant largement plus attractif que les minibons que seuls les CIP pouvaient proposer à leurs clients après la réforme de 2016¹⁴⁷⁹. Il est à noter que les minibons présentaient très peu d'avantages vis-à-vis des obligations ou encore des prêts ordinaires accordés dans le cadre d'un financement participatif¹⁴⁸⁰.

TRIBOULET-PERROUCHOT V, « *L'encadrement juridique du prêt opéré par le biais d'une plateforme de financement participatif* », op.cit., n°30). Les émissions obligataires assistées par les plateformes de *crowdfunding* partageaient cependant certaines limitations propres avec financement par crédit. L'article L.547-1 du Code monétaire et financier cantonnait le financement par émission obligataires (pouvant être réalisée à travers des plateformes CIP) à des obligations à taux fixe jusqu'au décret n° 2022-110 du 1er février 2022 modernisant le cadre applicable au financement participatif. En outre, les obligations connaissaient cependant des contraintes relatives à la maturité de la société émettrice.

¹⁴⁷⁸Les bons de caisse existaient longtemps avant l'apparition du *crowdfunding* (sur le régime de bons de caisse : HOVASSE H., LE NORMAND-CAILLERE S., « *Bons de caisse* », JCl. Sociétés Traité, Fasc. 1950, date d'actualisation : 25 mai 2022, n°29 et s.). Le législateur souhaitait moderniser leur régime, à travers la création de minibons, et en créer un moyen de financement destinés aux PME. Le produit issu du travail législatif ayant donné lieu à l'article L.233-6 à L.233-13 du Code monétaire et financier et l'ordonnance de 2016 (ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse) a obtenu des caractéristiques hybrides : ils comportaient des traits similaires aux bons de caisse connus sous le régime de l'ordonnance de 2000 (non-négociabilité) mais également des caractéristiques propres aux valeurs mobilières (il s'agit des instruments fongibles). Sur ce point : EMILIE R., « *Minibons : un nouvel instrument de financement participatif sous la supervision de l'Autorité des marchés financiers* », Bull. Joly Bourse, n°07-08, p. 312 et 313. HOVASSE H., LE NORMAND-CAILLERE S., « *Bons de caisse* », op.cit., n°26 à n°28. MOULIN J.-M., « *Guider l'investisseur dans le paysage (parfois nébuleux) du financement participatif* », Bull. Joly Bourse- n°10, 1er octobre 2010, p. 434.

¹⁴⁷⁹ Ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse.

¹⁴⁸⁰ Le législateur français, s'il autorisé la distribution des minibons à travers les plateformes de *crowdfunding*, a soumis l'émission de ces instruments à des conditions très contraignantes par rapport à celles connues en matière obligataire. Outre le respect de la totalité des limitations propres aux prêts intermédiés par les intermédiaires en financement participatif les minibons s'avéraient soumises à des obligations lourdes quant à leur émission. L'entreprise émettrice était tenue d'avoir établi le bilan de son troisième exercice commercial (en vertu de l'article L.223-2 du Code monétaire et financier tel qu'il a été modifié par l'ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse). Si les exigences et les limitations ont connu un allègement considérable par la loi PACTE (désormais les minibons pouvaient être émis par des entreprises ayant un bilan d'un exercice commercial) les difficultés quant à leur transmission (les minibons ne bénéficient pas de la facilité de

2) *L'allègement progressive des limitations à travers des réformes législatives*

282 L'allègement nécessaire des contraintes pesant sur les plateformes IFP.

L'allègement du cadre réglementaire propre des IFP s'est avéré nécessaire eu égard aux contraintes excessives pesant sur les IFP (qui étaient particulièrement visibles par rapport au statut de CIP).

Les premiers allègements résultaient de la loi PACTE¹⁴⁸¹. Cette loi a permis de lever la contrainte relative à l'objet du prêt (qui était jusqu'alors limité au financement d'achats des biens ou de prestations de service)¹⁴⁸².

Le Règlement *crowdfunding* a permis de réduire davantage les limitations les plus lourdes et pénalisantes pour les jeunes entreprises désireuses d'obtenir un financement sous forme de prêt¹⁴⁸³.

transmission, leur régime de transmission étant défini par les articles L.223-4 et 5 du Code monétaire et financier) les contraintes relatives à la fixité du taux d'intérêt et l'application des règles propres au taux d'usure ont resté en place (en vertu de l'article L.223-10 du Code monétaire et financier par renvoi à l'article L.313-5-1 du Code monétaire et financier). Compte tenu de leur intermédiation par les CIP le plafond d'émission des minibons était supérieur aux levées de fonds par la voie de prêts rémunérés. Les émissions minibons n'étaient en outre pas soumises au plafond propre aux investisseurs (qui s'appliquait aux opérations de *crowdlending* par contrat de prêt classique). Sur ce point : DIDIER P., *Le crowdlending*, op.cit., p.2 et 3 (tableau)). Cette nouvelle sous-catégorie de bons de caisse comportait cependant des avantages très maigres par rapport à des obligations simples, dont l'émission était également autorisée par les plateformes de financement participatif. (LE NORMAND-CAILLERE S., « *Les bons de caisse les instruments de financement rénovés au service de entreprises* », Dr. sociétés, n° 12, Décembre 2017, étude 12, p. 6 à 8, n°5. Sur l'absence de compétitivité des minibons comme outils de financement par rapport aux obligations ROGÉY E., « *Minibons : un nouvel instrument de financement participatif sous la supervision de l'Autorité des marchés financiers* », Bulletin Joly Bourse et produits financiers, n°07-08, 1^{er} juillet 2016., p. 311 à 313).

¹⁴⁸¹ Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

¹⁴⁸² Cette contrainte qui résultait de l'article L.548-1 (sous le régime de l'ordonnance du 30 mai 2014) a été et a été levée par l'article 97 de la loi PACTE. Sur ce point : LE FUR A.-V., « *Le crowdfunding : Le cadre juridique national et le futur cadre juridique européen* », op.cit.

¹⁴⁸³ Le règlement a notamment mis fin à la limitation du financement participatif sous forme de prêt aux prêteurs personnes physiques (l'ordonnance n° 2021-1735 du 22 décembre 2021 modernisant le cadre relatif au financement participatif a modifié l'article L.511-6 du Code monétaire et financier) et ne limite pas les prêts à une durée de 7 ans.

La contrainte relative au taux d'usure résultant de l'article L.313-5-1 du Code monétaire et financier a été levée par le Règlement *crowdfunding* : le taux d'usure ne reste obligatoire qu'en présence de prêts consentis à des consommateurs n'agissant pas à des fins professionnelles¹⁴⁸⁴.

Le règlement a augmenté le quantum des fonds pouvant être levés par des opérations de *crowdlending* et a opéré un alignement avec les exigences des plateformes de *crowdfunding* obligataire¹⁴⁸⁵. L'unique seuil de 5 000 000 euros applicable est celui relatif à l'ensemble des levées de fonds¹⁴⁸⁶.

Nous notons néanmoins que seules les plateformes de financement participatif agréées en vertu du Règlement *crowdfunding*¹⁴⁸⁷ bénéficient de la souplesse du régime européen. Cette catégorie comprend l'ensemble des plateformes de *crowdlending* accordant des prêts rémunérés¹⁴⁸⁸. Les plateformes de financement participatif accordant des prêts à titre gratuit tombent en dehors du champ d'application et se trouvent soumises à des contraintes propres au statut IFP¹⁴⁸⁹.

¹⁴⁸⁴ Le règlement ou *crowdfunding* encore des dispositions applicables aux plateformes de *crowdlending* (article L.547-1 du Code monétaire et financier) ne font pas référence au taux d'usure. L'article L.511-6 ne fait référence qu'aux articles protégeant les consommateurs (notamment l'article L.314-6 du Code de la consommation). La rédaction de l'article D.548-1 du Code monétaire et financier, qui est désormais uniquement applicable aux IFP et non pas aux prestataires ayant un agrément européen, est (depuis le décret n° 2022-110 du 1er février 2022 modernisant le cadre applicable au financement participatif) similaire à celui de l'article L.511-6 du Code monétaire et financier en matière du taux d'usure.

¹⁴⁸⁵ Le Règlement *crowdfunding* a soumis les levées de fonds de par émission obligataire et par prêt rémunéré aux mêmes exigences en matière de limitation du quantum de l'offre comme indiqué préalablement.

¹⁴⁸⁶ Règlement (UE) 2020/1503, article 12.

¹⁴⁸⁷ Règlement (UE) 2020/1503, article 1, 2., c).

¹⁴⁸⁸ Règlement (UE) 2020/1503, article 1., b) définit le prêt comme du prêt rémunéré. Or en vertu de l'article 1., a), i) du même règlement seuls les plateformes facilitant l'octroi des prêts tombent dans le champ d'application du règlement.

¹⁴⁸⁹ Article L.548-1, 1° et suivants du Code monétaire et financier.

283 Les allègements sont-ils suffisants ? Les allègements du régime juridique des opérations de *crowdlending* demeurent cependant incomplets. Nous observons que le législateur français n'a pas levé la contrainte relative à la fixité du taux d'intérêt accordé dans le cadre des obligations de *crowdlending*. Cette contrainte, résultant de l'article L.511-6 du Code monétaire et financier (instauré par l'ordonnance du 30 mai 2014), a seulement autorisé les opérations de *crowdlending* ayant un taux conventionnel fixe¹⁴⁹⁰.

Cette limitation présente une contrainte au regard du financement des entreprises de croissance par *crowdlending* et semble également incompatible avec les opérations nécessitant une flexibilité en matière de taux d'intérêt, telles que le *royalty crowdfunding*¹⁴⁹¹.

L'obligation d'employer un taux d'intérêt fixe dans le cadre d'une campagne de *crowdlending* reste, en outre, juridiquement contestable dans la mesure où le Règlement *crowdfunding*, dans sa définition du prêt, ne soumet pas les plateformes à des contraintes particulières quant aux caractéristiques du prêt employé¹⁴⁹².

Malgré les contraintes restantes, la tendance à la libéralisation des opérations de *crowdlending* démontre une porosité croissante entre la nature des instruments employés dans le cadre des opérations de *crowdlending et crowdinvesting* (comprenant le financement par titre de capital et titre de créance).

Un alignement juridique entre les différentes variantes du *crowdfunding* est également perceptible en matière d'obligations informationnelles que nous aborderons dans les prochains paragraphes.

¹⁴⁹⁰ Sur ce point : TRIBOULET-PERROUCHOT V., « *L'encadrement juridique du prêt opéré par le biais d'une plateforme de financement participatif* », op.cit, p. 763.

¹⁴⁹¹ Le financement participatif basé sur les redevances ou royalties, qui s'apparente à une variante du RBF. Il s'agit d'un instrument de dette (structuré fréquemment sous forme de prêt ou à travers des titres de créances) qui permet à l'emprunteur de rembourser les échéances en fonction de l'augmentation de son chiffre d'affaires. Nous aborderons ce moyen de financement plus en détail *infra* n°295.

¹⁴⁹²L'article, 2, c) du règlement (UE) 2020/1503 reste silencieux sur ce point.

B) Un renforcement des obligations informationnelles vis-à-vis des prêteurs

284 L’existence d’un cadre juridique national exigeant et le renforcement des obligations informationnelles des plateformes de *crowdlending*. Si les IFP étaient soumis à des obligations d’information exigeantes, ils n’étaient pas soumis à des obligations aussi poussées que leurs homologues ayant une activité de *crowdinvesting*, à savoir les CIP (1). Or, les obligations informationnelles semblent constituer le point central de la protection des particuliers cherchant à investir dans des projets risqués. Le renforcement des obligations informationnelles des plateformes de *crowdlending* opéré par le Règlement *crowdfunding* peut donc être regardé comme un atout du point de vue du financement des projets risqués (2).

1) *Le cadre juridique français initial, exigeant en matière d’obligations informationnelles*

285 Un cadre juridique comportant des atouts au regard du financement des *start-up*. L’ordonnance du 30 mai 2014 a mis en place un cadre juridique relativement strict en matière d’obligations informationnelles dès la création du statut d’IFP, et notamment d’une obligation de mise en garde¹⁴⁹³. Les exigences en matière d’information propres aux plateformes de *crowdlending* ayant le statut IFP concernaient les caractéristiques du prêt¹⁴⁹⁴ et la communication des éléments sur le taux d’échec des projets financés depuis plus de douze mois¹⁴⁹⁵.

Les IFP devaient, afin de satisfaire leur obligation de mise en garde, fournir des informations conséquentes concernant les risques liés à l’investissement et les risques

¹⁴⁹³ Article L.548-6, 5° du Code monétaire. Pour une vue d’ensemble sur les obligations informationnelles des IFP : CHAABEN M., « *Le financement participatif (crowdfunding) : quatre ans après l’adoption de l’ordonnance du 30 mai 2014* », RDBF n° 4, Juillet 2018, étude 13, p. 3, n°6 et 7.

¹⁴⁹⁴ Article L.548-6, 4° du Code monétaire et financier. S’agissant du contrat type qui doit être mis à disposition des prêteurs sur le fondement de l’article L.548-6, 8° du Code monétaire et financier : l’article R.548-6 du Code monétaire et financier.

¹⁴⁹⁵ Article L.548-6 5°, a) du Code monétaire et financier (Obligation instaurée par l’article 74 loi PACTE).

de l'endettement excessif¹⁴⁹⁶. Ces obligations semblaient adaptées¹⁴⁹⁷ à l'environnement dans lequel ces intermédiaires opéraient et notamment au financement des entreprises jeunes et risquées.

Les plateformes ayant le statut d'intermédiaire en financement participatif devaient en outre mettre à disposition de leurs clients des « *informations concernant les caractéristiques du projet* »¹⁴⁹⁸ permettant d'apprécier « *la viabilité économique du projet* » et « *en particulier le plan d'affaires* »¹⁴⁹⁹. Ces exigences ont permis aux prêteurs d'évaluer les caractéristiques principales du projet financé (donnant une visibilité sur la viabilité économique de celui-ci), ce qui peut sembler primordial en matière de financement des jeunes entreprises innovantes.

Il est également important de mentionner que les IFP étaient contraints de suivre l'évolution de l'opération de financement ce qui semble particulièrement utile en présence de jeunes entreprises qui ont par définition un risque de défaillance élevé¹⁵⁰⁰.

¹⁴⁹⁶ Article L.548-6, 5° b) du Code monétaire et financier (avant l'entrée en vigueur de loi PACTE il s'agissait du 5°).

¹⁴⁹⁷ Pour un avis favorable sur les obligations d'informations sur les obligations informationnelles des IFP : BARSAN I.M., « *La régulation des plateformes de financement participatif* », Dr. et patrimoine, N° 274, 1er novembre 2017, (p. 30 à 40), section I/B.

¹⁴⁹⁸ Article L.548-6, 4° du Code monétaire.

¹⁴⁹⁹ Article L.548-6, 6° du Code monétaire et financier.

¹⁵⁰⁰ Si les obligations informationnelles des IFP restaient moins exigeantes en ce qui concerne les obligations informationnelles de CIP sur certains points, il convient également de noter que les IFP étaient soumis à des obligations de suivi des opérations dans le temps (même si ces obligations restaient relativement vagues). En vertu de l'article L.548-6, 11° disposait un IFP devait « *Définir et organiser les modalités de suivi des opérations de financement et la gestion des opérations jusqu'à leur terme, y compris dans le cas où l'intermédiaire en financement participatif cesse son activité* ». Nous regrettons, que cette obligation, qui avait de nature de contraindre l'intermédiaire de s'assurer du bon déroulement des obligations dans le temps, n'a pas été imposée comme une obligation de bonne conduite indépendante aux plateformes dans le régime mis en place par le Règlement *crowdfunding* (il s'agit simplement d'un point à aborder dans la fiche d'information clé au sein de l'Annexe I, G Règlement (UE) 2020/1503).

Les obligations informationnelles des IFP restaient cependant, sur certains points, moins exigeantes que celles des CIP¹⁵⁰¹ (qui pouvaient intermédiaire des levées de fonds en actions, obligations et en minibons). Nous évoquerons deux aspects pouvant s'avérer importants en matière de financement des *start-up*. Ces aspects qui ont trait à l'évaluation du profil de risque des investisseurs, nous permettent de comprendre comment le cadre juridique européen a permis de répondre aux lacunes existantes en matière d'obligations informationnelles pesant sur les IFP.

2) *Le renforcement des obligations informationnelles par le droit européen*

286 L'apparition des exigences supplémentaires en matière informationnelle. L'un des décalages notables entre les obligations informationnelles des IFP et les CIP tenait à la publication du document d'information mis à la disposition des utilisateurs des plateformes CIP et IFP. Ce document requis pour les CIP une grande quantité d'informations relatives notamment à la situation financière du porteur de projet, à la description de ses activités et pouvait être considérée comme un véritable atout pour comprendre l'activité et le *business model* du porteur de projet¹⁵⁰². Ce document était cependant entièrement absent en présence d'un IFP.

En outre, avant l'entrée en vigueur du Règlement *crowdfunding* les IFP bénéficiaient d'obligations plus légères en matière d'évaluation du profil de risque des clients. Les plateformes de *crowdlending* ne devaient pas réaliser de test d'adéquation¹⁵⁰³. Elles devaient seulement mettre en garde les prêteurs sur les risques liés au projet et sur

¹⁵⁰¹ Sur les différences en matière d'obligations propres aux IFP et aux CIP : BARSAN I. M., « *La régulation des plateformes de financement participatif* », op.cit.

¹⁵⁰² Le Règlement général de l'AMF ne fait référence qu'à des informations au sein des articles 314-106 ; 325-32 ; et 217-1 du Règlement général de l'AMF (s'agissant du régime mis en place par l'ordonnance du 30 mai 2014). L'obligation de transmettre à des futurs souscripteurs des informations sous la forme d'un document synthétique était précisée au sein des instructions de AMF. Instruction AMF, Informations à fournir aux investisseurs par l'émetteur et le conseiller en investissements participatifs ou le prestataire de services d'investissement dans le cadre du financement participatif, DOC-2014-12, modifié le : 10 mars 2020.

¹⁵⁰³ Article L.547-9, 6° du Code monétaire et financier. Nous aborderons le test d'adéquation dans un cotexte de *crowdfunding* en détail *infra* n° 338.

l'endettement excessif, et mettre à leur disposition un outil leur permettant de simuler leur capacité de financement¹⁵⁰⁴. Il reste cependant possible de se demander si la mise en garde du client et la mise à disposition de ce dernier d'un outil d'évaluation étaient suffisants en présence de cibles de financement présentant des risques très élevés¹⁵⁰⁵.

287 Une harmonisation des obligations informationnelles applicables aux plateformes de *crowdlending* et de *crowdinvesting*. Le rapprochement entre les règles applicables aux plateformes de *crowdlending* et de *crowdinvesting* a été opéré après l'adoption du Règlement *crowdfunding*¹⁵⁰⁶.

Ce dernier impose aujourd'hui à l'ensemble des plateformes de *crowdlending* devant obtenir le statut de prestataire service de financement participatif (ou « PSFP ») une obligation de réaliser un test d'adéquation¹⁵⁰⁷. Le Règlement *crowdfunding* oblige toutes les plateformes de *crowdlending* à publier une fiche d'information clé¹⁵⁰⁸.

Le règlement européen nous semble, dès lors, renforcer l'information des prêteurs (en leur fournissant des informations supplémentaires sur le *business model* de l'entreprise financée et sur l'instrument employé dans le même document¹⁵⁰⁹) et rend les

¹⁵⁰⁴ Article L.548-6, 6° du Code monétaire et financier. Sur l'outil devant être mis en place par les IFP : PERRUCHOT-TRIBOULET V., « *Le bonheur est dans le prêt : financement participatif sous forme de prêt et finance durable* », op.cit. p. 4, n°31.

¹⁵⁰⁵ BONNEAU T., « *Le financement participatif Ord. 30 mai 2014, D. 16 sept. 2014 et AA. 22 et 30 sept. 2014* », JCP En° 42, 16 Octobre 2014, 1523., p. 45, n°22.

¹⁵⁰⁶ Nous précisons que le Règlement *crowdfunding* distingue, contrairement au cadre réglementaire antérieur, les investisseurs avertis et non-avertis en réservant certaines obligations à ces dernières, comprenant notamment le test de connaissance (article 21 du Règlement (UE) 2020/1503) et certaines obligations propres au délai de réflexion précontractuel (article 22 du Règlement (UE) 2020/1503). S'agissant des obligations communes incombant aux plateformes de *crowdlending* et *crowdequity* : LUCCESI M., « *Ordonnance du 22 décembre 2021 sur le financement participatif : impact du règlement européen sur le crowdfunding en droit français* », op.cit. MOULIN J.-M., « *Le marché européen du financement participatif accède à la vie juridique* », Bull. Joly Bourse, n°06, 11 novembre 2020, spéc. p. 16 et p. 22.

¹⁵⁰⁷ Règlement (UE) 2020/1503, article 21.

¹⁵⁰⁸ Règlement (UE) 2020/1503, article 23.

¹⁵⁰⁹ La formulation des exigences relatives à la description du business model (Règlement (UE) 2020/1503, Annexe I, A)), c) à f)) nous semblent plus précises que la référence au plan d'affaires

intermédiaires ayant une activité de *peer to peer lending* davantage adaptée au financement des jeunes entreprises innovantes.

2§) Un cadre juridique inadapté aux start-up ne disposant pas d'historique financier

288 Des contraintes résultant des modalités de sélection des entreprises financées. Si le cadre juridique actuel du *crowdlending* en France reste favorable au financement des jeunes entreprises innovantes, il semble réserver cette forme de financement à un segment bien déterminé des *start-up* : celles disposant d'un historique financier.

En effet, contrairement au régime juridique issu de l'ordonnance du 30 mai 2014 qui a conféré une marge de manœuvre importante aux IFP en matière d'évaluation et de sélection de projets, le Règlement *crowdfunding* a permis l'émergence d'un cadre juridique inspiré des règles applicables aux établissements de crédits (A). Ces règles, si elles ne s'avèrent pas toutes préjudiciables au financement des jeunes pousses, restent très contraignantes notamment en ce qu'elles imposent la mise en place d'un système d'évaluation de risque de crédit aux plateformes de *crowdlending*. Or, le recours à un tel système reste difficilement conciliable avec la volonté de financer les jeunes entreprises ayant un historique financier peu fourni (B).

Nous précisons que les dispositions relatives aux opérations de prêt à intérêt résultant du Règlement *crowdfunding* restent généralement applicables à la fois aux contrats de prêt ordinaires¹⁵¹⁰ et aux titres de créances.

A) Le renforcement des exigences en matière d'évaluation et de gestion des risques

(article L.548-6, 6° du Code monétaire et financier) dans la réglementation antérieure issue de l'ordonnance du 30 mai 2014.

¹⁵¹⁰ Règlement (UE) 2020/1503, article 2, 1., b).

289 Le renforcement des exigences en matière d'évaluation et de gestion des risques.

Le cadre juridique français mis en place par l'ordonnance du 30 mai 2014 en matière de *crowdfunding* restait très largement silencieux sur la question de l'évaluation et de la sélection des candidats aux levées de fonds par le financement participatif (1). Cette souplesse a cependant été remise en cause après l'adoption du Règlement *crowdfunding*, lequel exige désormais la mise en place d'un système de gestion du risque au sein des plateformes de *crowdfunding* accompagnée d'un système de *credit scoring* (2).

1) Un cadre juridique français souple en matière d'évaluation et de sélection des entreprises

290 La marge de manoeuvre des plateformes de financement participatif pour évaluer les *start-up*. En matière bancaire, le système d'évaluation et de gestion du risque des établissements de crédit et l'interconnexion entre la notation des entreprises et les fonds propres réglementaires de l'établissement financeur constituent un obstacle majeur pour le financement des PME¹⁵¹¹.

Avant l'entrée en vigueur du règlement européen sur le financement participatif, les plateformes de financement participatif n'étaient soumises à aucune règle en matière d'évaluation du risque de crédit. Les exigences résultant du cadre juridique français ne comportaient pas d'obligations relatives à la prise en compte de l'historique financier des entreprises candidates et les critères d'évaluation du risque restaient entièrement déterminés par l'opérateur de la plateforme (le public devait néanmoins être informé des critères appliqués par celle-ci en présence d'un IFP¹⁵¹²).

291 La souplesse initiale du cadre juridique français. Sous réserve du respect de l'obligation de renseignement (l'une des composantes de l'obligation de mise en garde) et

¹⁵¹¹ Cette problématique a été abordée aux paragraphes. BLEMUS S., « *La contribution du droit à la croissance : l'exemple du crowdfunding* », Rev. Droit & Affaires n° 12, Septembre 2015, p. 6 et 23.

¹⁵¹² Article L.548-6, 2° du Code monétaire et financier.

dans le respect des obligations informationnelles¹⁵¹³, la plateforme de *crowdlending* était libre de déterminer son processus de décision de l'octroi du prêt.

Cela présentait une souplesse organisationnelle importante et un décalage majeur avec le fonctionnement des établissements de crédit qui, afin d'appliquer les règles résultant du Règlement CRR II, devaient mettre en place une gestion professionnelle du risque avec une évaluation précise du profil du risque des entreprises ou des personnes physiques en quête de financement.

L'indépendance des plateformes de financement participatif dans la détermination des critères de sélection semblait correspondre aux besoins spécifiques en matière d'évaluation des PME. Cette indépendance a cependant été sensiblement réduite avec le Règlement *crowdfunding*.

2) *Les nouvelles exigences résultant du Règlement crowdfunding*

292 Les nouvelles exigences en matière de gestion des risques incombant aux plateformes issues du Règlement *crowdfunding*. Le Règlement *crowdfunding* a adopté une position différente du cadre juridique français et a permis la mise en place d'obligations de bonne conduite similaires à celles qui s'imposent aux établissements de crédit en matière de gestion du risque de crédit et l'évaluation de celui-ci. Alors que la mise en place d'un système d'évaluation du risque de crédit et d'un dispositif de gestion du risque relevait du libre choix des plateformes de *crowdfunding* avant le règlement, ce dernier a imposé des conditions exigeantes sur ce point¹⁵¹⁴. Ainsi, le Règlement *crowdfunding* exige désormais que la plateforme de financement participatif procède à une évaluation de risque de crédit¹⁵¹⁵. La plateforme doit fonder cette évaluation sur un certain nombre d'informations recueillies avant l'octroi du prêt dans le cadre de l'évaluation du risque de crédit¹⁵¹⁶ (notamment, le cas échéant sur la communication des comptes vérifiés des deux

¹⁵¹³ Nous avons abordé ces obligations *supra* n°37.

¹⁵¹⁴ Règlement (UE) 2020/1503, article 4, a), b).

¹⁵¹⁵ Règlement (UE) 2020/1503, article 4, 4., a).

¹⁵¹⁶ Règlement (UE) 2020/1503, article 4, b), i).

derniers exercices) et doit se doter des procédures écrites en matière d'évaluation de risques¹⁵¹⁷.

Les exigences en matière de gestion des risques résultent d'une part des textes dit de « *niveau 1* » du Règlement *crowdfunding* (qui restent cependant vagues quant aux informations demandées lors du processus d'évaluation) et surtout des textes dit de « *niveau 2* » ou standards techniques (*regulatory technical standards* ou « RTS ») lesquels vont plus loin et semblent rendre inévitable la mise en place d'un dispositif de *credit scoring* similaire à celui des établissements de crédit.

B) Une adéquation incertaine des exigences résultant du Règlement *crowdfunding* aux besoins des jeunes entreprises innovantes

293 Une évolution résultant des RTS du Règlement *crowdfunding*. L'évaluation du risque de crédit, basée sur les informations purement objectives, réalisée par la technique de *scoring* et de notation de crédit peut constituer, comme nous l'avons indiqué précédemment¹⁵¹⁸, un obstacle majeur pour le financement des PME. Les RTS publiés par l'Autorité Bancaire Européenne (ci-après « EBA ») complétant le Règlement *crowdfunding* apportent en outre des exigences supplémentaires à la réglementation qui ne semblent pas toujours être en adéquation avec les informations disponibles chez les jeunes entreprises (1).

Il convient néanmoins de préciser que ces standards techniques permettent de conserver certains avantages propres au modèle d'affaire des plateformes de financement participatif et témoignent d'un effort réel pour adapter les règles liées à l'évaluation du risque de crédit aux particularités des jeunes entreprises (2).

1) Les exigences lourdes pesant sur les porteurs de projet de faible maturité

294 Une augmentation des exigences quant aux informations *hard* à prendre en compte dans l'analyse du projet.

¹⁵¹⁷ Règlement (UE) 2020/1503, article 4, 4., c).

¹⁵¹⁸ Ces aspects ont été abordés *supra* n°52 et n°59.

294.1 L'obligation de fonder l'analyse sur des données financières et la place du *credit scoring*. Le nouveau règlement semble d'abord durcir l'accès au financement des *start-up* dans la mesure où l'évaluation du risque de crédit conduite par les plateformes de *crowdfunding* doit être obligatoirement basée sur les données financières qui figurent à l'article 7 des standards techniques liés au *credit scoring* et l'analyse de risque¹⁵¹⁹.

Il est à noter que l'adoption de la technique de *credit scoring* n'est pas obligatoire. Le recours à cette technique semble cependant difficilement évitable. Les plateformes de *crowdfunding* doivent prendre en compte le profil de risque de l'emprunteur dans la détermination du coût du crédit¹⁵²⁰ qui, quant à lui, doit être, en partie, déterminé à travers des modèles de *scoring*¹⁵²¹.

294.2 Une analyse contraignante au regard des *start-up*. Les plateformes de financement participatif intermédiant des prêts fondent leur analyse de risque de crédit ainsi que les *scores* attribués aux projets financés, en grande partie sur les données financières comme la profitabilité du projet, du *cash flow* et l'historique financier de l'entreprise et sur l'existence ou non des sûretés ou d'autres garanties¹⁵²².

¹⁵¹⁹ Commission Delegated Regulation (EU).../... of XXX supplementing Regulation (EU) 202/1503 of the European Parliament and the Council with regard to regulatory technical standards specifying requirements on credit scoring of crowdfunding projects, pricing of the crowdfunding offers, and risk management policies and procedures, op.cit., article 7 (en particulier c) et d)). L'ancienne version du projet de RTS, publié en 2022, semblait plus exigeant : Draft Regulatory Technical Standards on credit scoring and pricing disclosure, credit risk assessment and risk management requirements for crowdfunding service providers under Article 19(7) Regulation (EU) 2020/1503, Final Report, EBA/RTS/2022/05, 29 Avril 2022, articles 4 (notamment 2. v et v.) et 14 (notamment 1, c. et d.).

¹⁵²⁰ Commission Delegated Regulation (EU).../... of XXX supplementing Regulation (EU) 202/1503 of the European Parliament and the Council with regard to regulatory technical standards specifying requirements on credit scoring of crowdfunding projects, pricing of the crowdfunding offers, and risk management policies and procedures., op.cit., article 14, 1., a).

¹⁵²¹ L'article 14 du projet de RTS renvoie à l'article 19 dont le a) renvoie aux « *credit scoring models* » décrits au sein du Chapitre I de la du projet de règlement délégué.

¹⁵²² Commission Delegated Regulation (EU).../... of XXX supplementing Regulation (EU) 202/1503 of the European Parliament and the Council with regard to regulatory technical standards specifying requirements on credit scoring of crowdfunding projects, pricing of the crowdfunding offers, and risk

Ce dernier critère interpelle particulièrement car de nombreuses plateformes de financement participatif ne demandent pas de sûretés ou de garanties, or la réglementation semble obligatoirement imposer la prise en compte des sûretés (contrairement à l'historique financier, qui doit seulement être pris en considération « *where available* »)¹⁵²³.

Les standards techniques requièrent également la prise en compte dans l'évaluation de la position financière actuelle de l'entreprise¹⁵²⁴ et des ratios financiers clairement basés sur la performance financière de l'entreprise¹⁵²⁵ qui conduiront inévitablement à la notation défavorable des jeunes entreprises innovantes en phase de *seed*.

295 Une absence de flexibilité préjudiciable en matière de *royalty crowdfunding*.

Outre les incohérences en matière de *crowdlending*, il est important de mentionner que l'absence de flexibilité du cadre juridique européen est susceptible de présenter des risques au regard des plateformes de *royalty crowdfunding*.

Ces modèles de *credit scoring* ne permettent cependant pas de prendre en compte de nombreux indicateurs propres au RBF (relatives notamment à la perspective de croissance de l'entreprise¹⁵²⁶). Il est par ailleurs possible de s'interroger si l'évaluation

management policies and procedures, op.cit., article 2, b), (i), (ii), (iv), (v) ainsi que l'article 7, 1. (a), (b), (c).

¹⁵²³ Commission Delegated Regulation (EU).../... of XXX supplementing Regulation (EU) 202/1503 of the European Parliament and the Council with regard to regulatory technical standards specifying requirements on credit scoring of crowdfunding projects, pricing of the crowdfunding offers, and risk management policies and procedures, op.cit., article 7, 1. (a).

¹⁵²⁴ Ibidem, op.cit., article 14, c).

¹⁵²⁵ Ibidem, op.cit., article 7 (4) et Annex to the Commission Delegated Regulation (EU).../... of XXX supplementing Regulation (EU) 202/1503 of the European Parliament and the Council with regard to regulatory technical standards specifying requirements on credit scoring of crowdfunding projects, pricing of the crowdfunding offers, and risk management policies and procedures, Relevant financial indicators to be considered in the assessment of the financial situation referred to in Article 7(4).

¹⁵²⁶ Le projet de RTS publié par l'EBA reste relativement permissif concernant l'utilisation des modèles de *scoring* (dont certains peuvent laisser potentiellement une marge de manœuvre importante aux collaborateurs de la plateforme dans la détermination des *scores*. Il s'agit de notamment des modèles

du « *present net value* »¹⁵²⁷ du prêt qui peut être calculé de manière appropriée en présence d'un prêt RBF dont la maturité dépend de la croissance de l'entreprise.

2) *La prise en compte des spécificités du modèle d'affaire des plateformes de crowdfunding et les caractéristiques des projets financés*

296 L'absence de remise en question des atouts liés au modèle d'affaire des plateformes de financement participatif. Si le cadre juridique européen présente des caractéristiques sensiblement plus contraignantes au regard de l'évaluation des jeunes entreprises que la réglementation résultant de l'ordonnance du 30 mai 2014 il convient de noter que l'évaluation du risque de crédit d'un prêt par une plateforme de financement participatif n'a, même dans le cadre juridique mis en place par le Règlement *crowdfunding*, toujours aucune incidence sur les fonds propres de ladite plateforme¹⁵²⁸. Or pour les établissements de crédit (qu'ils appliquent la méthode de notations interne ou l'approche standard), le profil de risque des entreprises financées a un impact sur le calcul du ratio solvabilité¹⁵²⁹.

297 La prise en compte des spécificités des entreprises financées par voie de crowdlending. Les règles en matière d'évaluation du risque de crédit pesant sur plateformes

basés sur le jugement humains (article 2 (1)(a)(i). Commission Delegated Regulation (EU).../... of XXX supplementing Regulation (EU) 202/1503 of the European Parliament and the Council with regard to regulatory technical standards specifying requirements on credit scoring of crowdfunding projects, pricing of the crowdfunding offers, and risk management policies and procedures, op.cit.. L'article permet également l'utilisation des modèles propres. Le calcul des scores (articles 2(2) du RTS) semble, en revanche, un processus strictement encadré.

¹⁵²⁷ Draft Regulatory Technical Standards on credit scoring and pricing disclosure, credit risk assessment and risk management requirements for crowdfunding service providers under Article 19(7) Regulation (EU) 2020/1503, article 14 (1)(b)

¹⁵²⁸ Même si cette le Règlement *crowdfunding* impose des obligations fonds propres (Règlement (UE) 2020/1503, article 11) ces derniers ne sont pas liés à l'évaluation des risques. La différence entre la nature des obligations pesantes sur les plateformes de financement participatif et les établissements de crédit est mise en avant par le paragraphe 14 des Draft Regulatory Technical Standards on credit scoring and pricing disclosure credit risk assessment and risk management requirements for crowdfunding service providers under Article 19(7) Regulation (EU) 2020/1503, p. 6.

¹⁵²⁹ Ces questions ont été abordées au sein des *supra* n°50 et s.

de financement participatif ayant le statut PSFP semblent sensiblement plus légères que celles applicables aux établissements de crédit.

En effet, la réglementation ne semble pas attribuer un rôle important à l'historique financier dans la détermination risque de crédit¹⁵³⁰ de la société emprunteuse. Les lignes directrices portant sur la méthode d'évaluation appliquée par les établissements de crédit mettent davantage l'accent sur les documents attestant de l'état financier de la société emprunteuse (et notamment sur l'existence de bilans) et exigent une analyse très détaillée de la situation financière de celle-ci (et ce même en présence des PME¹⁵³¹).

Il est également possible d'observer des différences notables quant aux critères relatifs au *business model* et à la stratégie dans l'évaluation du risque de crédit associé à un prêt. En effet, le projet de RTS applicable aux plateformes de financement participatif laisse plus de latitude aux plateformes dans la prise en compte de ces critères¹⁵³², ce qui semble particulièrement adapté aux petites entreprises. Les établissements de crédit doivent dans le cadre de l'appréciation du *business model* et de la stratégie de l'entreprise évaluer le *business plan* comportant des projections financières ; et

¹⁵³⁰ Commission Delegated Regulation (EU).../... of XXX supplementing Regulation (EU) 202/1503 of the European Parliament and the Council with regard to regulatory technical standards specifying requirements on credit scoring of crowdfunding projects, pricing of the crowdfunding offers, and risk management policies and procedures, op.cit article 4 et s. (notamment l'article 17(1) (a) qui précise que les revenus et le *cash flow* sur les deux dernières années doivent seulement être analysés « *where available* »). Par ailleurs le RTS de l'EBA ne n'attribuent pas un rôle majeur aux informations hard dans la détermination des *credit scores* qui sont détaillés au sein à l'article 2.

¹⁵³¹ EBA, *Guidelines on loan origination and monitoring, final report*, EBA/GL/2020/06, 29 May 2020, paragraphe 120 et s.. Le paragraphe 128 qui semble obligatoirement imposer une analyse de la position financière actuelle basée sur les états financiers), le paragraphe 129 et 131 mettent l'accent sur la rationalité économique de l'analyse ainsi que sur la capacité de rembourser le crédit. L'article 7 (5) du RTS du Règlement *crowdfunding* mentionne employé un *wording* similaire mais émet des exigences moins contraignantes.

¹⁵³² Commission Delegated Regulation (EU).../... of XXX supplementing Regulation (EU) 202/1503 of the European Parliament and the Council with regard to regulatory technical standards specifying requirements on credit scoring of crowdfunding projects, pricing of the crowdfunding offers, and risk management policies and procedures, op.cit., article 8.

s'interroger sur l'existence des contrats clés, sur les clients et sur les modalités de la génération du *cash flow*¹⁵³³).

Enfin, les établissements de crédit attachent une importance considérable aux sûretés et aux covenants dans la décision d'octroi du crédit ¹⁵³⁴ alors que les standards techniques du Règlement *crowdfunding* ne les mentionnent que comme un élément à prendre en compte dans l'évaluation de la position financière de l'entreprise.

Globalement, les exigences formulées par le RTS relatif à l'analyse de risque restent donc beaucoup plus souples que celles pesant sur les établissements de crédit permettant ainsi la mise en place d'un contrôle des risques plus simple qui peut augmenter la réactivité des plateformes de financement participatif.

¹⁵³³ EBA, *Guidelines on loan origination and monitoring*, op.cit., p. 40; n°132 à n°136.

¹⁵³⁴ EBA, *Guidelines on loan origination and monitoring*, op.cit., p. 41 et s., article 137 et s.

Conclusion du Chapitre I

298 Une réponse potentielle aux insuffisances du crédit bancaire. Le *crowdfunding* se présente comme un changement majeur au regard du financement par crédit bancaire.

Les *start-up* ont, en effet, accès à des intermédiaires ayant un *business model* adapté à leurs activités aussi bien sur le plan prudentiel que sur le plan des obligations informationnelles. Ces dernières obligations ont fait l'objet d'une évolution importante au cours des dernières années.

L'évolution du modèle d'affaire des intermédiaires opérant dans le domaine du crédit a été accompagné par l'apparition des nouvelles techniques contractuelles en matière de prêt. Le contrat de prêt employé par les plateformes de financement participatif semble également davantage adapté aux jeunes pousses que le contrat de crédit bancaire classique.

299 Une reproduction de certaines contraintes propres au crédit bancaire ? Malgré l'évolution considérable que le *crowdfunding* a initié en matière de financement des *start-up*, nous constatons que le cadre réglementaire applicable aux intermédiaires comporte des nombreuses similitudes avec celui des établissements de crédit sur certains points (en matière d'évaluation et de gestion des risques notamment).

Si les obligations relatives à la mise en place des mécanismes de gestion du risque peuvent être justifiées du point de vue de la protection des prêteurs et du marché, elle peut rendre le *crowdfunding* moins attractif au regard notamment des entreprises les plus jeunes sans historique financier.

CHAPITRE II : LE *CROWDEQUITY* OU LA DEMOCRATISATION DE L'INVESTISSEMENT DIRECT DANS LES TITRES NON COTES

300 Le périmètre de l'analyse : les titres de capital non cotés. L'investissement participatif (*crowdinvesting*) est un moyen de financement protéiforme. En effet, il comprend à la fois le financement par titres de capital ou donnant accès ou capital et le financement par titre de créance (et en particulier par obligations).

Nous concentrerons dans la présente analyse exclusivement sur le financement participatif par titres de capital (*crowdequity*), moyen de financement particulièrement intéressant pour les jeunes entreprises innovantes.

301 Le *crowdequity* : une évolution de l'Offre au public de titres favorable aux *start-up*. Le *crowdequity* peut être perçu comme un nouveau moyen de financement ouvert aux jeunes pousses basé sur le mécanisme de l'Offre au public de titres et notamment sur la technique du Placement de faible montant. A noter que, jusqu'à récemment l'Offre au public de titres était, dans une grande mesure réservée à des entreprises bien établies et donc matures. Les Offres au public de titres étaient en effet fréquemment suivies par l'admission à la négociation (en cas d'IPO), un processus lourd et couteux, en raison notamment de la présence de nombreux intermédiaires.

Le *crowdequity* n'implique pas de coûts aussi importants que ceux engagés lors d'une Offre au public de titre dite « *classique* », coûts pouvant s'avérer prohibitifs pour les *start-up*. En, effet à la différence de l'Offre au public de titres classiques le *crowdequity* n'exige pas l'établissement d'un prospectus, l'intervention d'un syndicat de placement ou encore de changements organisationnels substantiels (comme la transformation de la société en SA et la mise en place d'un contrôle interne).

302 L'ouverture de la souscription à des titres financiers non cotés à travers le *crowdequity*. L'accès direct au financement des entreprises par souscription à des titres de capital non cotés semblait jusqu'à récemment, réservé aux investisseurs professionnels. Les

particuliers ne pouvaient, obtenir qu'une exposition indirecte aux jeunes pousses via l'émission de titres de capital non cotés¹⁵³⁵, hormis des cas exceptionnels.

L'impossibilité d'ouvrir la souscription à cette catégorie de titres financiers aux particuliers tenait au cadre juridique français contraignant en matière de démarchage de titres non cotés et à l'absence d'organisation du marché primaire de ces derniers.

Sans plateformes identifiables sur le marché il était en outre difficile pour les particuliers d'accéder à ce marché dans la mesure où les entreprises non cotées ne sont pas tenues aux mêmes obligations de transparence applicables que les sociétés cotées.

Du point de vue des investisseurs, le *crowdequity* a donc facilité l'accès à des titres financiers non cotés et a permis de « démocratiser » le financement des *start-up* à travers ces instruments en l'ouvrant au grand public.

Le *crowdequity* présente un intérêt aussi bien pour les investisseurs que pour les *start-up*. Ce moyen de financement basé sur le mécanisme de l'Offre au public de titres, a ouvert la possibilité de l'investissement des particuliers dans les titres de capital non cotés émis, notamment par des *start-up* (Section I).

Autoriser les particuliers à investir dans des *start-up* à travers le *crowdequity* s'est toutefois avéré insuffisant. Il est en effet apparu nécessaire de construire un cadre réglementaire suffisamment protecteur de ces derniers pour faire face aux risques importants que présente l'investissement dans ce type de société. Dans la seconde section du présent chapitre nous examinerons si le régime juridique créé par le législateur français et européen permet de répondre aux risques propres aux jeunes entreprises innovantes (Section II).

¹⁵³⁵ Comprenant les titres donnant accès aux capitaux.

Section I : L'accessibilité aux particuliers des titres de capital non cotés émis par les *start-up*

303 Une transformation du marché primaire des titres de capital non cotés. Le *crowdequity* a apporté une véritable transformation au marché primaire des titres de capital non cotés. Ce changement, favorable à la fois aux *start-up* et aux investisseurs a permis d'adapter aux *start-up* une technique de financement qui s'avérait jusqu'ici inadaptée (l'offre au public de titres) et a rendu l'investissement dans des titres de capital non cotés accessible au grand public (§1).

Le *crowdequity* présente toutefois de multiples inconvénients notamment en comparaison avec le capital-investissement. En effet, l'absence d'entrée en relation directe avec les entreprises financées et l'incapacité à maîtriser les risques propres au financement des sociétés non cotées, parmi lesquelles les *start-up*, exposent les investisseurs à des risques particulièrement élevés (2§).

1§) Les principaux apports principaux du crowdequity : l'organisation du marché primaire des titres non cotés et les initiatives pour la création d'un marché secondaire

304 Les contraintes du marché des titres financiers non cotés. Du point de vue des particuliers les insuffisances présentes sur le marché des titres de capital non cotés s'expliquaient essentiellement par l'absence d'organisation de ce marché. Nous définissons pour les besoins de la présente section « *l'organisation d'un marché* » comme la diffusion des informations à destination du public sur un certain nombre de sociétés en quête de financement en vue de mettre en relation les entreprises et les potentiels apporteurs de fonds potentiels.

La sollicitation du public en vue de la souscription à des titres est très fortement encadrée en droit français. La commercialisation directe par des titres financiers non

cotés, dans le cadre des opérations de Placement privé ou de faible montant est limitée en raison, notamment, de l'interdiction du démarchage¹⁵³⁶.

Cette contrainte n'expliquait cependant pas, à elle seule, l'accès très restreint des particuliers aux titres de capital non cotés avant l'apparition des plateformes de *crowdequity*. De notre point de vue la source de cette insuffisance résidait essentiellement dans le fait qu'il existait très peu d'intermédiaires spécialisés dans le financement des entreprises par la voie d'investissement dans le capital avant l'avènement de ce type de plateformes.

L'apparition des intermédiaires régulés semblait donc une étape indispensable vers l'ouverture du marché des titres non cotés au grand public. Afin de pallier les obstacles propres à ce type de marché le législateur a été amené à concevoir un statut juridique spécifique aux intermédiaires du *crowdequity* (A).

Certaines contraintes propres aux capital-risque restent cependant en dehors du périmètre des changements avantageux apportés par le *crowdequity* : il s'agit notamment de l'organisation du marché secondaire titres de capitaux non cotés.

Si le *crowdequity* n'a pas permis d'organisation d'un marché secondaire des titres non cotés l'émergence de nouveau moyen de financement initié des évolutions réglementaires favorables à l'échange des titres financiers émis par des *start-up* (B).

A) L'organisation du marché primaire des titres de capital non cotés

305 L'impact du *crowdequity* : la réduction de l'*equity gap*. Le *crowdequity* a permis l'émergence d'un processus automatisé investissement dans des titres non cotés ouvert et disponible à un grand nombre d'investisseurs ce qui répond aux besoins des jeunes pousses ayant des besoins de fonds propres importants. Cette nouvelle technique de financement a

¹⁵³⁶ Nous avons abordé les questions liées à la commercialisation des titres financiers non cotés *supra* n°99.

été plébiscitée par la doctrine économique pour contribuer à la réduction de l'« *equity gap* »¹⁵³⁷ ou « *founding gap* »¹⁵³⁸ et réduire le coût du capital¹⁵³⁹.

Nous allons dans la présente partie nous concentrer sur les avantages résultant de l'organisation du marché de titres de capital non cotés pour les investisseurs. Afin de comprendre ces avantages, il convient d'analyser tout d'abord les insuffisances de ce marché avant l'apparition des plateformes de *crowdequity* (1) puis d'exposer les changements que la mise en place de ce type de plateformes a apportés, aussi bien à l'égard des investisseurs que pour les jeunes pousses (2).

1) *Les insuffisances du marché des titres de capital non cotés avant l'apparition du crowdequity*

306 La limitation de l'accès des investisseurs particuliers aux titres de capital non cotés. L'accès au marché des titres financiers non cotés, avant l'apparition du *crowdequity*, était dans une grande mesure limitée pour les investisseurs particuliers en raison de l'absence d'intermédiaires spécialisés dans la mise en relation des investisseurs particuliers et des sociétés émettrices de titres non cotés¹⁵⁴⁰, dont les *start-up*.

¹⁵³⁷ YASAR B., « *The new investment landscape : equity crowdfunding* », Central Bank Review, 21, February 2021, p. 2; HERMER J., « *A snapshot on crowdfunding* », Arbeitspapiere Unternehmen und Region, Fraunhofer ISI, No. R2/2011, p. 28 : l'article souligne la différence entre le financement par *crowdequity* et le financement par *business angels* (alors que le *crowdfunding* est ouvert au public); DEFFAINS-CHAPSY C., « *Radical Innovation and Early Stage Financing Gaps: Equity Based Crowdfunding Challenges* », Journal of Positive Management, Vol5, n°2, June 2014, p. 11.

¹⁵³⁸ ELDRIDGE D., NISAR T.M., TORCHIA M., « *What does equity crowdfunding have on SME innovation and growth ?* », An empirical study, Small Business Economics 56, 11 June 2021, p. 109.

¹⁵³⁹ B. Yasar, « *The new investment landscape: equity crowdfunding* », op.cit., p. 2, n°1, AGRAWAL A., CATALINI C., GOLDFARB A., « *Some Simple Economics of Crowdfunding* », op.cit., p. 10 à 13, n°3.1.1.

¹⁵⁴⁰ Les conseillers en investissement ou les gestionnaires de portefeuilles n'avaient pas d'intérêt de proposer des produits très risqués aux clients n'ayant ni d'expérience ni de compétence adéquates pour comprendre le risque encouru par l'investissement. La marge de manœuvre de ces professionnels, outre l'absence potentielle spécialisation dans le *private equity*, étaient également restreint par les obligations résultant du test d'adéquation.

L'absence d'intermédiaires spécialisés rendait ainsi difficile l'obtention d'informations de qualité sur les opportunités d'investissement dans les titres de capital non cotés. Les titres de capital non cotés ne bénéficiaient pas des avantages des titres cotés, pour lesquels l'émetteur devait obligatoirement rendre publiques un certain nombre d'informations.

Dans ce contexte d'asymétrie informationnelle les acteurs institutionnels et les *business angels* étaient mieux positionnés pour obtenir les informations sur les sociétés non cotées préparant une levée de fonds notamment à travers leurs propres réseaux (et les associations de *business angels*).

307 Les leveurs de fonds. Préalablement à l'apparition des plateformes de *crowdequity*, l'activité des leveurs de fonds, (qui au sens réglementaire peuvent être qualifiés de conseillers en haut de bilan) se résumait à la mise en relation des entreprises avec des investisseurs institutionnels.

Ces professionnels utilisaient leur carnet d'adresse personnel, ce qui suppose la connaissance d'investisseurs privés potentiels. Il leur était ainsi possible de mettre les sociétés en relation avec des investisseurs *high net worth* expérimentés ou avertis (voire professionnels), habitués aux opérations sur les titres non cotés¹⁵⁴¹.

308 Les placeurs des instruments financiers. L'activité des placeurs (ou des entreprises d'investissement agréées pour le service de placement garanti ou non garanti d'instruments financiers) consistait en la recherche des souscripteurs pour le compte des émetteurs¹⁵⁴² et

¹⁵⁴¹ La latitude dont ces professionnels disposent pouvait s'avérer risqué du point de vue des investisseurs et notamment les investisseurs non-expérimentés. A titre d'exemple le produit émis peut être en inadéquation avec le profil des souscripteurs. Les conseillers en haut de bilan, n'étant pas une profession réglementée étaient également à soumettre à un risque élevé en matière de conflit d'intérêt au regard de leur rémunération. Les conseillers en haut de bilan avaient également une contrainte en matière de levée de fonds : l'absence de statut réglementaire ils ne pouvaient démarcher ou solliciter des particuliers afin de lever des fonds pour le compte de la *start-up*.

¹⁵⁴² Cela ressort de la définition du placement garanti ou non-garanti : articles D.321-1, 6-1 et 7 du Code monétaire et financier.

semblait largement tournée vers les opérations de Placement privé (qu'il s'agisse du titre de capitaux ou de titres de créance)¹⁵⁴³ et les introductions sur un marché réglementé ou sur un SMN. Ces intermédiaires étaient largement orientés vers la recherche des investisseurs professionnels et institutionnels. Les particuliers n'avaient que très peu accès aux titres financiers proposés à la souscription par des placeurs¹⁵⁴⁴. Dès lors, le marché primaire des titres financiers non cotés était très largement réservé à une clientèle professionnelle ou institutionnelle.

2) La réponse apportée par le crowdequity aux insuffisances susvisées

309 Un accès facilité des particuliers aux titres non cotés. L'émergence des plateformes de *crowdequity* a marqué la naissance d'intermédiaires régulés, dont l'unique activité porte sur la commercialisation de titres non cotés. Ces intermédiaires étaient les CIP, sous le régime juridique mis en place par l'ordonnance du 30 mai 2014 qui sont devenus les PSFP après l'entrée en vigueur du Règlement *crowdfunding*.

Les investisseurs, désireux d'investir dans les titres de capital non cotés peuvent aujourd'hui obtenir des garanties légales¹⁵⁴⁵ et une due diligence¹⁵⁴⁶ réalisée par les plateformes qui sont bien souvent spécialistes du marché du non coté et en particulier des *start-up*.

S'agissant des avantages pratiques, que présentent les plateformes de *crowdequity*, il convient de citer les bénéfices de l'agrégation¹⁵⁴⁷, le traitement et la diffusion d'informations sur les offres de financement en ligne, qui permettent au grand public d'accéder plus aisément aux informations sur les opportunités d'investissement sur le marché du non coté¹⁵⁴⁸, riche en *start-up*.

¹⁵⁴³ L'activité des placeurs est abordée *supra* n°100.

¹⁵⁴⁴ Cela est abordée *infra* n°99 et s.

¹⁵⁴⁵ Celles accordées par le Règlement (UE) 2020/1503.

¹⁵⁴⁶ Yasar, « *The new investment landscape: Equity crowdfunding* », op.cit., p. 9 p.

¹⁵⁴⁷ Nous entendons sous cette notion la centralisation des données obtenues via l'internet.

¹⁵⁴⁸ ESTRIN S., COZMAN D., KHAVUL S., « *The evolution and adoption of equity crowdfunding: entrepreneur and investor entry into a new market* », *Small Business Economics*, 2018, 51, p. 427,

Ainsi les plateformes de *crowdequity* ont non seulement amélioré la qualité des informations sur les *start-up* au bénéfice des particuliers mais leur ont offert une solution automatisée, pour investir dans les titres non cotés. Elles ont ouvert l'accès à un processus de souscription des titres accessibles à des personnes sans expérience en matière d'investissement et éloignées géographiquement¹⁵⁴⁹ ou sans volonté de rencontrer physiquement des porteurs de projets¹⁵⁵⁰.

B) Les initiatives en faveur de la création d'un marché secondaire des titres de capital non cotés

310 Le marché secondaire comme un écueil majeur au regard de la démocratisation de l'investissement dans le non coté. Si le développement du *crowdequity* présente un changement important au regard de l'organisation du marché primaire des titres non cotés l'évolution reste modérée en raison de l'absence de marché secondaire organisé des titres financiers non cotés (1). Cette affirmation mérite toutefois d'être atténuée eu égard aux initiatives relatives à la définition des tableaux d'affichages en droit français et en droit européen (2).

1) *L'absence de volonté de créer un marché secondaire de titres non cotés avant le Règlement crowdfunding*

311 Une offre de titres dotée d'une liquidité limitée. Le *crowdequity* présente toutefois une contrainte résidant dans l'illiquidité des titres financiers émis par les sociétés émettrices, notamment les *start-up*, en raison de l'absence de marché secondaire efficace¹⁵⁵¹. En effet,

n°2.2; WILSON K.E., TESTONI M., « *Improving the role of equity crowdfunding in Europe's Capital markets* », Bruegel Policy contribution August 2014, p. 6; B. Yasar, « *The new investment landscape : Equity crowdfunding* », op.cit., 1 et 2 p.

¹⁵⁴⁹ K WILSON K.E., TESTONI M., « *Improving the role of equity crowdfunding in Europe's Capital markets* », op.cit., p. 7. Yasar, « *The new investment landscape : Equity crowdfunding* », op.cit., p. 2.

¹⁵⁵⁰ YASAR B., « *The new investment landscape : Equity crowdfunding* », op.cit., p. 9.

¹⁵⁵¹ GABISON G.A., « *Understanding Crowdfunding and its Regulations* », JRC Science and policy report, European Commission, 2015 p. 18, n°4.3.; BUTTICE V., VISMARA S., « *Inclusive digital*

les offres de financement participatif s'inscrivent nécessairement dans l'une des exemptions à l'établissement d'un prospectus en raison de la taille de l'offre¹⁵⁵², laquelle n'ouvre pas le droit à la cotation sur un marché réglementé¹⁵⁵³.

L'illiquidité des titres non cotés est susceptible de constituer un inconvénient majeur pour les investisseurs particuliers notamment¹⁵⁵⁴ qui se trouvent dans une situation de dépendance par rapport aux dirigeants de la *start-up*. Or, cette dépendance constitue un risque significatif en présence d'une jeune pousse.

Ainsi, le sort de l'actionnaire reste entièrement dépendant de la bonne conduite du management et des éventuelles clauses permettant à l'investisseur de céder sa participation¹⁵⁵⁵. Comme nous le verrons, la position de l'investisseurs dans le cadre des opérations de *crowdfunding* ne permet pas la négociation des clauses - pourtant largement utilisées en matière de capital investissement - ce qui réduit considérablement les chances pour un investisseur particulier de sortir du capital.

finance: the industry of equity crowdfunding », The Journal of Technology Transfer, 47, 31 July 2022, p. 1227.

¹⁵⁵² L'article L.411-2, 2° du Code monétaire et financier par renvoi à l'article 1, 2., c) du Règlement (UE) 2020/1503.

¹⁵⁵³ L'article L.411-1 du Code monétaire et financier interdit l'émission des titres négociables aux entités n'ayant pas été autorisés au sens de l'article 1, 1. du règlement (UE) 2017/1129 exige l'approbation et à la diffusion du prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation. L'article 1, 5. énumère les cas où la publication de prospectus n'est pas obligatoire en vue de l'admission d'une valeur mobilière à la négociation.

Le règlement (UE) 2020/1503 offre une exemption à l'établissement du prospectus. Par ailleurs, l'article 412-1 du Code monétaire et financier exige dans le I l'établissement d'un prospectus établi conformément au règlement (UE) 2017/1129 du 14 juin 2017 en cas d'offre au public de titres financiers ou d'admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé et exempte (dans son IV) les entités procédant à une offre de financement participatif (article L.411-2, 2° du Code monétaire et financier) de la publication de prospectus seulement en cas d'offre au public.

¹⁵⁵⁴ LUKKARINEN A., SCHWEINBACHER A., « *Secondary market listings in equity crowdfunding: The missing link ?* », Research Policy, 52, Vol. 52 Issue 1, 1er Janvier 2023, p. 2, n°2.1; MOULIN J.-M., *Financement participatif*, op.cit., n°80.

¹⁵⁵⁵ Le risque lié au *crowdfunding* est similaire sur ce point à celui du capital-investissement « *traditionnel* ».

En réponse à cette difficulté, le législateur européen, précédé par une publication en France par l'AMF¹⁵⁵⁶, a ouvert la possibilité de la création d'un tableau d'affichage qui vise à faciliter l'échange des titres financiers entre les investisseurs dans les sociétés listées sur les plateformes de financement participatif.

2) *Une avancée limitée : la possibilité de créer un tableau d'affichage*

312 Le tableau d'affichage. Le Règlement *crowdfunding* a conféré la possibilité aux plateformes de financement participatif d'exploiter un tableau d'affichage.

Les *bulletin boards* sont susceptibles d'augmenter la visibilité des entreprises financées en diffusant des informations précieuses notamment pour les investisseurs particuliers. Offriront-ils cependant une solution à l'absence actuelle de marché secondaire des titres non cotés ?

Le Règlement *crowdfunding* (confirmant la position de l'ESMA et de l'AMF sur ce point) précise que le tableau d'affichage ne peut pas faciliter l'échange des titres financiers sous peine d'être qualifié de plateforme de négociation¹⁵⁵⁷.

Sur le plan technique les plateformes de financement participatif devront se contenter de la diffusion d'informations indicatives sur le prix de certains titres financiers non

¹⁵⁵⁶ Évoqué dans le II.

¹⁵⁵⁷ L'article 25, 2 du Règlement (UE) 2020/1503 interdit la facilitation de la rencontre des intérêts d'acheteurs ou vendeurs pour les prestataires exploitant des simples tableaux d'affichage. Le consid. 55 du règlement confirme cette interdiction et évoque la nécessité de l'obtention d'un agrément en qualité d'entreprise d'investissement ou d'opérateur de marché pour les prestataires souhaitant d'assurer les intérêts acheteurs et vendeurs. L'AMF différencie également les tableaux d'affichage des plateformes de négociation : AMF, *Etats des lieux et analyse relative à l'application de la réglementation financière aux security tokens*, op.cit. p. 18. L'ESMA opère la même distinction : ESMA, *MiFID II Review Report, MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities*, op.cit., p. 27, n°106 et s.

cotés et de la conclusion des transactions en dehors du système¹⁵⁵⁸. Il s'agit donc nécessairement de transactions conclues *over the counter*, ou de gré à gré.

313 Les agréments nécessaires pour la revente des titres financiers de gré à gré. Si la plateforme de financement participatif souhaite animer un marché secondaire *over the counter* l'offre de services de réception ou transmission d'ordres pour le compte de tiers ou d'exécution d'ordres pour le compte de tiers pourrait être caractérisée.

A ce titre, il est possible de se demander si les plateformes de financement participatif pourraient, grâce à leur agrément PSFP, procéder à des opérations de réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers (qui fait partie la définition même du service de financement participatif¹⁵⁵⁹) afin de permettre la revente des titres financiers sur un marché secondaire *over the counter* ?

Le Règlement *crowdfunding* ne donne malheureusement pas de réponse claire à cette question¹⁵⁶⁰.

¹⁵⁵⁸ S'agissant la possibilité d'afficher des intérêts et acheteurs et vendeurs sans que cela aboutisse à la conclusion des contrats : Règlement (UE) 2020/1503, article 25., 1 et 2. S'agissant de la position de l'ESMA quant aux caractéristiques d'un tableau d'affichage (l'ESMA différence la conclusion des contrats au sein et en dehors du système): ESMA, *MiFID II Review Report, MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities*, op.cit., p. 27 à 28, n°106 à n°110 et, p. 29 n°116 et n°117. Les caractéristiques des tableaux d'affichage sont précisées en p. 17 et 18 de la publication de l'AMF qui adopte une approche similaire à l'ESMA quant à la description des critères (AMF, *Etats des lieux et analyse relative à l'application de la réglementation financière aux security tokens*, op.cit.). Sur les caractéristiques des tableaux d'affichages : LUKKARINEN A., SCHWEINBACHER A., « *Secondary market listings in equity crowdfunding: The missing link ?* », op.cit., p. 3.

¹⁵⁵⁹ Règlement (UE) 2020/1503, article 2, 1, a), ii).

¹⁵⁶⁰ Le service réception-transmission d'ordre semble seulement pouvoir être exercée dans le cadre de l'activité de financement participatif, portant sur le marché primaire, et non pas dans le but d'exploiter un marché secondaire. En effet le consid. 10 du Règlement (UE) 2020/1503 précise que l'activité de financement participatif consiste en « *la fourniture conjointe des services de réception et de transmission d'ordres de clients et le placement de valeurs mobilières ou d'instruments admis à des fins de financement participatif* ». Sur ce point : M. JULIENNE J., « *Le droit européen du financement participatif* », RDBF n° 2, Mars 2021, étude 4, 26 à 31, n°13.

De notre point de vue, il est possible que les plateformes de financement participatif souhaitant exploiter un marché secondaire de gré à gré soient tenues de demander un agrément en qualité d'entreprise d'investissement pour transmettre les ordres des clients ou les exécuter *over the counter*.

Cet agrément pourrait cependant présenter un obstacle pour une grande partie des plateformes de *crowdequity*, qui sont parfois elles-mêmes des jeunes pousses. En outre, il est probable qu'une plateforme ayant un modèle *over the counter* se heurterait rapidement à des problèmes de liquidité. On peut d'ailleurs se demander si un *business model* consistant en l'exploitation d'un tableau d'affichage et la transmission (ou l'exécution) des ordres de gré à gré est réellement viable.

Ne serait-il pas plus simple pour les plateformes de *crowdfunding* qui souhaitent opérer un véritable marché secondaire d'obtenir directement un agrément pour exploitation de SMN ?¹⁵⁶¹

Malgré leurs limitations nous constatons que les tableaux d'affichage, exploités par une plateforme de *crowdfunding*, pourraient constituer une forme de transition entre le marché primaire et le marché secondaire des titres de capital non cotés.

Ces outils consacrés par le Règlement *crowdfunding* pourraient, dès lors, réduire l'importante asymétrie informationnelle présente sur le marché des jeunes entreprises innovantes.

¹⁵⁶¹ Les plateformes de financement participatif peuvent, par ailleurs, également opérer un système multilatéral en cas d'obtention de l'agrément approprié (« *Le tableau d'affichage fourni par un prestataire de services de financement participatif ne devrait donc pas consister en un système interne d'appariement qui exécute les ordres de clients de manière multilatérale, à moins que, en ce qui concerne les valeurs mobilières, le prestataire de services de financement participatif dispose également d'un agrément distinct en tant qu'entreprise d'investissement conformément à l'article 5 de la directive 2014/65/UE, ou en tant que marché réglementé conformément à l'article 44 de ladite directive.* » (Règlement (UE) 2020/1503, consid. 55)).

2§) *Les insuffisances présentées par le crowdequity par rapport au capital-risque*

314 Des opérations plus risquées que le capital-investissement. Si le *crowdequity* permet de démocratiser l'investissement dans les titres des capitaux non cotés (et notamment ceux émis par les *start-up*) il fait encourir des risques supplémentaires aux *start-up*, par rapport à une opération de capital-risque classique en raison des modalités de levée de fonds faisant entrer au capital un grand nombre d'investisseurs particuliers (A). La *crowdequity* présente également des risques considérables pour les investisseurs particuliers, en comparaison avec ceux encourus par les *business angels* (B).

A) Les risques liés à l'opération de *crowdequity* pour les *start-up* et les réponses apportées par la pratique

315 Les difficultés résultant de la fragmentation de l'actionnariat et de l'absence d'expérience des investisseurs. Une opération de *crowdequity* constitue une Offre au public de titres contrairement au capital-risque qui réside dans la prise de participation d'un nombre d'investisseurs limité dans le capital de la *start-up*. L'un des risques majeurs du *crowdequity* pour les jeunes pousses résulte du caractère « *public* » de l'offre.

La fragmentation de l'actionnariat peut être lourde de conséquences pour la jeune entreprise (1). Outre la fragmentation de l'actionnariat, il convient de mentionner que les investisseurs *crowdequity* ne sont pas nécessairement expérimentés ou avertis. Cela constitue un inconvénient majeur par rapport au capital-risque, qui, au-delà d'être une opération d'investissement présente une opportunité pour la jeune pousse qui obtient un accompagnement par un professionnel spécialisé dans son secteur d'activité (2).

1) *Les risques de la fragmentation de la structure de capital pour une jeune pousse*

316 Les problèmes résultant de la fragmentation de l'actionnariat. La fragmentation de l'actionnariat peut présenter un obstacle au regard du développement d'une PME. Elle peut rendre plus délicate la gestion de la société compte tenu du nombre d'actionnaires s'agissant : de l'organisation des assemblées générales mais également du

contrôle sur les cessions de titres et l'arrivée de nouveaux actionnaires dans la société. Le coût relatif à la gestion d'une entreprise ayant une multitude d'actionnaires peut être important alors qu'une *start-up* a généralement des effectifs réduits.

En outre, la fragmentation de l'actionnariat peut aboutir à un blocage important au moment de la cession de la société, ou *buy out*. Sans clauses adaptées à ce type de situation (notamment *drag along*) l'actionnariat fragmenté peut s'avérer difficile à contrôler et peut constituer un blocage au moment de l'opération de cession.

La gestion des actionnaires peut, de manière générale, s'avérer un exercice délicat car : la *start-up* doit en théorie négocier avec un grand nombre d'actionnaires, dont les intérêts ne sont pas nécessairement alignés sur les siens, ce qui peut ralentir les prises de décision de la société.

317 Les atouts de la constitution d'une SPV pour une *start-up*. L'investissement dans un véhicule ad-hoc (*special purpose vehicle* ou « SPV ») est une solution fréquemment adoptée par les sociétés faisant appel à un financement participatif¹⁵⁶² qui peut réduire les inconvénients résultant de la fragmentation de l'actionnariat.

La constitution d'un véhicule ad-hoc peut avoir plusieurs avantages du point de vue du *management*. L'équipe de direction peut simplifier l'organisation de la société qui fera à l'avenir l'objet d'investissements externes et peut davantage moduler le contrôle des actionnaires sur la *start-up*.

¹⁵⁶² HOOGHMSTRA S.N., « *The European Crowdfunding Regulation – Towards harmonization of (Equity and lending based) Crowdfunding in Europe ?* », SSRN Electronic Journal, August 22, 2020, p. 16, n°3.27. Il convient de noter que les SPV sont également couramment utilisés dans un périmètre de domaine très large et sont couramment employés en matière de titrisation (CFI, « *Special Purpose Vehicle* », 10 May 2023 ; APRENDA R., « *Opaque governance, special purpose vehicles, and the preacher's waiver* », working paper, Serie Documentos de Trabajo, Marzo 2012, N°481, p. 5, n°2, SAINIATI T., SMITH N., LOCOTELLI G., BROOKES N., « *Types and functions of special purpose vehicles in infrastructure megaprojects* », International Journal of Project Management, May 2020, p. 3).

Nous notons néanmoins que la constitution d'un véhicule *ad-hoc* n'apporte pas nécessairement plus de transparence du point de vue des investisseurs pour la gestion de leurs participations.

318 La reconnaissance de la constitution d'un SPV par le Règlement *crowdfunding*.

La constitution d'un véhicule ad-hoc a été autorisée par le Règlement *crowdfunding* qui a néanmoins lié cette technique de l'ingénierie sociétaire à des conditions contraignantes. Ces conditions font-elles cependant obstacle au recours à ces véhicules spécialisés dans les levées de fonds destinées à financer des *start-up* ?

Le véhicule peut être constitué pour permettre aux investisseurs l'acquisition d'une participation dans un actif illiquide : cette condition paraît remplie en présence d'une *start-up* dont les titres, non cotés, sont considérés comme illiquides par nature¹⁵⁶³.

Nous noterons néanmoins que la définition donnée par le Règlement *crowdfunding* ne dissipe pas toute incertitude quant aux opérations de financement de *start-up*¹⁵⁶⁴.

2) Les risques liés à la compétence des investisseurs particuliers

319 Le risque de l'intervention des personnes incompetentes dans la gestion de l'entreprise. Les investisseurs prenant une participation dans la société financée dans le cadre d'une campagne de *crowdequity* ne sont souvent pas des experts du secteur d'activité de la *start-up*¹⁵⁶⁵. Dès lors, dans cadre d'une analyse comparative du *crowdequity* et du

¹⁵⁶³ Règlement (UE) 2020/1503, article 3, 6.

¹⁵⁶⁴ L'article 3, 6. du règlement fait référence à un seul actif (« *lorsqu'il est fait appel à une entité ad hoc pour la prestation de services de financement participatif, seul un actif non liquide ou indivisible est proposé par l'intermédiaire d'une telle entité ad hoc* ») ce qui interpelle en matière d'offre au public de titres de capital. Dans le cadre de l'émission de titres le capital social de la société est nécessairement fractionné en plusieurs titres. L'incertitude n'est pas dissipée par les questions réponses de l'ESMA sur le sujet : ESMA, *Questions and Answers, The European crowdfunding service providers for business Regulation*, p. 10, question 3, ESMA35-42 1088, 10 March 2023.

¹⁵⁶⁵ ROGAN J., SARFATI G., « *Why German Entrepreneurs Seek Equity via Crowdfunding* », *Revista da Micro e Pequena Empresa, Campo Limpo Paulista*, v.12, n°2, 7 mai 2018, p. 6. Sur ce point également : BROWN R., MAWSON S., ROWE A., MASON C., « *Working the Crowd : Improvisational*

capital-risque traditionnel il pourrait être reproché à la levée de fonds par financement participatif de priver les entreprises de l'une des ressources les plus importants qui existe dans le domaine des sociétés non cotés : les réseaux d'investisseurs et d'experts¹⁵⁶⁶, qui sont constitués par les capitaux-risqueurs et leur entourage.

L'entrée au capital des actionnaires possédant des connaissances limitées dans le secteur d'activité de la *start-up* ne semble pas profiter aux jeunes entreprises qui ont fréquemment le besoin d'être l'accompagnées pendant les premières années de leur existence notamment pour répondre aux enjeux stratégiques liés à la commercialisation des produits ou services, et à la conclusion des premiers partenariats.

A contrario, après avoir réalisé une campagne de *crowdequity* (et même en cas de constitution d'un SPV) le *management* doit se préparer à gérer l'entreprise en ayant des

Entrepreneurship and Equity Crowdfunding in Nascent Entrepreneurial ventures », International Business Journal : Researching Entrepreneurship, Vol 35(2), September 15, 2017, p. 174. (ISENBERG D., *The Road to Crowdfunding Hell*, Harvard Business review, 23 April, 2012: (« *Due to their lack of experience some note that « crowds are frequently stupid »*)).

¹⁵⁶⁶ Il peut en outre être reproché au financement participatif par émission de titres de capital d'envoyer un signal négatif aux autres investisseurs concernant l'incapacité pour la *start-up* de susciter l'attention des investisseurs, qui sont pourtant fréquemment les experts du secteur concerné (sur ce point : IBRAHIM D.M., « *Crowdfunding Signals* », William & Mary Law School Scholarship Repository, Faculty Publications, 2018, p. 214 et 218. Nous notons que les *business angels* ne sont pas toujours les experts d'un secteur : la notion des *business angels* est susceptible de couvrir un périmètre très large d'individus DIBROVA A., « *Business Angels : Risks and Opportunities* », 11th International Strategic Management Conference 2015, Social and Behavioral Sciences 207, 2015, p. 281 et 282. Les entrepreneurs sont susceptibles de perdre la possibilité de recevoir un financement par un *business angel* qui pourrait se méfier d'une jeune entreprise qui aurait été « *contrainte* » de se tourner vers le *crowdequity* (IBRAHIM D.M., *Crowdfunding Signals*, op.cit., 2018, p. 2017 et 218). Sur le *crowdequity* comme un mauvais signal : MODL M. M., « *Is Wisdom of the Crowd a Positive Signal : Effects of Crowdfunding on Subsequent Venture Capital Selection* », Max Planck Institute for Innovation and Competition Research Paper No. 18-15, 2019, p. 9, 10 et 31. *A contrario*, le *crowdequity* peut également être regardé comme un signal positif en raison de la validation du *business model* de l'entreprise et augmente la visibilité de l'entreprise : D IBRAHIM D.M., « *Crowdfunding Signals* », op.cit., p. 219 à 221).

investisseurs peu expérimentés à ses côtés, qui peuvent être passifs ou même avoir des intérêts contradictoires avec lui¹⁵⁶⁷.

Avant de débiter sa levée de fonds, la *start-up* qui se prépare à offrir ses titres dans le cadre d'une campagne de *crowdequity*, doit par conséquent prendre en considération le degré d'implication qu'elle souhaite accorder aux actionnaires issus des campagnes de *crowdfunding* et réfléchir aux moyens juridiques permettant éventuellement de limiter les droits de ces derniers. Cela peut exiger un travail préparatoire supplémentaire de la jeune entreprise ou de la plateforme si celle-ci est prête à assister la jeune pousse dans la structuration de son offre.

B) La position défavorable des investisseurs dans la phase précontractuelle et dans le suivi de la *start-up* par rapport aux capitaux-risqueurs

320 Les raisons de la position défavorable des investisseurs par rapport au capital-risque. Dans le cadre d'une opération de *crowdequity*, contrairement au capital-risque intermédié, l'investisseur ne délègue pas la décision d'investissement à une société de gestion. L'intermédiaire ne se substitue donc pas à l'investisseur pour choisir la cible de l'investissement. L'investisseur doit prendre la décision lui-même, après une phase d'évaluation préalable effectuée par la plateforme de financement participatif. La position des investisseurs participant à une campagne de *crowdequity* s'avère beaucoup moins confortable que celle des gestionnaires de fonds d'investissement ou des *business angels*.

Les investisseurs sur les plateformes de financement participatif ne peuvent pas négocier leurs contrats directement avec la *start-up* en question, et la possibilité d'avoir un contact personnel avec la jeune entreprise financée (qui peut permettre d'avoir une image précise de la qualité du *management*) reste purement théorique (1). Ces difficultés sont aggravées par le niveau faible de suivi que les investisseurs peuvent réaliser après l'entrée en relation. Le modèle d'affaire des plateformes de financement

¹⁵⁶⁷ WILSON K.E., TESTONI M., « *Improving the role of equity crowdfunding in Europe's Capital markets* », op.cit., p. 8.

participatif ne comprend pas, en principe, le suivi de la relation entre l'investisseur et la *start-up* (2).

1) *La position défavorable dans la phase précontractuelle*

321 Les incertitudes quant à la capacité des investisseurs à procéder à une évaluation des jeunes pousses dans le cadre des campagnes de *crowdequity*. La question de l'évaluation des entreprises par les investisseurs, utilisateurs des plateformes de *crowdequity* est une question complexe qui constitue un sujet de recherche important dans le domaine de la finance.

L'une des questions majeures consiste à se demander si les investisseurs participant à des campagnes de *crowdequity* peuvent aussi efficacement évaluer le potentiel des *start-up* que les investisseurs professionnels. Les atouts des plateformes de *crowdequity* résulteront de la « *sagesse de la foule* » ou de la diversité de l'information diffusée aux investisseurs grâce à l'effet de réseau¹⁵⁶⁸. Les inconvénients propres à la situation des investisseurs sur les plateformes de *crowdequity* sont toutefois également importants.

La première catégorie d'inconvénients tient aux caractéristiques des investisseurs participant à des campagnes de *crowdequity*, qui sont souvent des personnes peu expérimentées en matière d'investissement, ayant un réseau limité peu enclines à conduire une *due diligence* approfondie¹⁵⁶⁹.

¹⁵⁶⁸ S'agissant de cette approche et ses potentiels impacts sur l'évaluation et la sélection des entreprises : CUMMING D.J., VANACKER T., ZAHRA S.A., « *Equity crowdfunding and governance : toward an integrative model and research agenda* », *Academy of Management Perspectives*, Vol. 35, No. 116, February 2021, p. 14 et 39; POLZIN F., TOWOPEUS H., STAM E., « *The wisdom of the crowd in funding: information heterogeneity and social networks of crowdfunder* », *Small Business Economics*, 50, 25 January 2017, p. 253 à 255 et 261 à 264; JOFFRE O., TRABLES D., « *Le crowdfunding, Concepts, réalités et perspectives* », *Rev. française de gestion – n° 273/2018*, p. 76 et s. Une étude remettant en question la théorie sur la sagesse de la foule : REICHENBACH F., WALTER M., « *Signals in equity-based crowdfunding and risk of failure* », *Finance Innovation* 7, 54, 2021, spéc. p. 25.

¹⁵⁶⁹ En raison du montant très limité de leur investissement: BUTTICE V., VISMARA S., « *Inclusive digital finance: the industry of equity crowdfunding* », *op.cit.*, p. 1227

En outre, les investisseurs participant à une campagne de financement participatif se voient privés de la possibilité d'entrer en relation direct avec les investisseurs, contrairement aux capitaux-risqueurs¹⁵⁷⁰, alors même que cette situation peut conduire à des asymétries informationnelles notamment en raison de l'absence de capacité d'évaluer la qualité du management de la *start-up*¹⁵⁷¹. Il convient néanmoins de noter que certaines plateformes peuvent mettre en place des outils de communication entre

¹⁵⁷⁰ L'entrée en relation personnelle avec l'entreprise cible est souvent considérée comme une étape indispensable dans l'évaluation et à la sélection des jeunes pousses en matière de capital-risque traditionnel. Cette méthode permet, en effet, à l'investisseur (dans le contexte de capital-investissement intermédié à la gestion gestionnaire du fond de capital-investissement) d'apprécier notamment la qualité de l'équipe managériale, qui souvent considéré comme l'élément clé dans la détermination du potentiel de la jeune pousse.

¹⁵⁷¹ Dans le cadre d'une opération de *crowdequity* (contrairement au capital-risque traditionnel) le processus d'évaluation est segmenté en deux phases : à la phase de sélection réalisée par la plateforme de financement participatif et à la phase de décision d'investissement, prise par l'investisseur qui conduit l'évaluation d'entreprise cible. L'investisseur n'a que des interactions purement numériques avec l'entreprise cible, qui sont en outre standardisées (à travers un parcours utilisateur identique ou similaire pour chaque client) et entièrement intermédiées par une plateforme tierce. L'opération de financement participative se déroule par définition en ligne. (Cela ressort de la définition donnée du financement participatif du Règlement (UE) 2020/1503 (consid. 10)). Cette situation est susceptible de faire obstacle à l'une des méthodes principales d'évaluation de jeunes entreprises innovantes consistant en la prise de contact direct avec l'entreprise. Sur ce point : B. Yasar, « *The new investment landscape : equity crowdfunding* », op.cit., p. 10 ; ATTUEL-MENDES L., SOULAS C., « *La communication dans l'equity crowdfunding : des investisseurs privilégiés au sein de la foule ?* », *Entreprendre & Innover*, n°48, 2011/1, p. 76 ; BLASEG D., CUMMING D.J., KOETTER M., « *Equity Crowdfunding : High-Quality or Low-Quality Entrepreneurs ?* », *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 45, Issue 3, May 2021, p. 510 et 511 ; CUMMING D.J., VANACKER T., ZAHRA S.A., « *Equity crowdfunding and governance : toward an integrative model and research agenda* », op.cit., p 10 à 11. Il convient de noter que l'asymétrie informationnelle associée à la sélection peut être plus importante en matière de *crowdfunding* également en raison des réticences de l'entrepreneur de divulguer des idées sur son projet et en raison du profil des investisseurs (et son manque expertise financière). Sur ce point : MOUSSAVOU J., « *Asymétries d'information et crowdfunding, Le cas du financement de projets entrepreneuriaux* », *Rev. française de gestion*, n°268, 2017/07, p. 65. L'impossibilité de recourir à l'évaluation personnelle dans *l'equity crowdfunding* ATTUEL-MENDES L., SOULAS C., MALIK OLA A., « *Le paradoxe du crowdfunding : la sous-utilisation de la foule dans la fabrique de la décision individuelle d'investissement, systèmes d'information & management* », Vol.25, 2020/01, p. 93, n°2.1.1.

les investisseurs et les plateformes permettant ainsi de simuler un contact direct avec des *start-up* (vidéos, réseaux sociaux)¹⁵⁷².

De plus, les investisseurs sont très fortement dépendants de la qualité des informations et des diligences réalisées par la plateforme dans le cadre d'une campagne de *crowdequity* pour l'analyse des documents ou des informations confidentielles fournis¹⁵⁷³.

¹⁵⁷² Sur ce point : ATTUEL-MENDES L., SOULAS C., « *La communication dans l'equity crowdfunding : des investisseurs privilégiés au sein de la foule ?* », op.cit. p. 93, n°2.1.1. et obtenir des informations type *soft* (sur ce point : MORITZ A., BLOCK J., LUTZ E., « *Investor communication in equity-based crowdfunding: a qualitative-empirical study* », *Qualitative Research in Financial Markets*, Vol 7, n°3, 19 January 2015, p. 311). Ces stratégies peuvent même aboutir à la transmission d'une très grande quantité d'informations vers les investisseurs potentiels. Sur ce point : ESTRIN S., KHAVUL S., M. WRIGHT M., « *Soft and hard information in equity crowdfunding: network effects in the digitalization of entrepreneurial finance* », op.cit., p. 1764. La situation de l'investisseur participant à une campagne de *crowdequity* semble, de notre point de vue, malgré tout moins avantageuse que celle d'un investisseur qui est personnellement entré en relation avec la *start-up*. D'abord, il est possible de s'interroger si un véritable échange entre un investisseur individuel et une société est réaliste dans le cadre d'une campagne de *crowdfunding*. Compte tenu du nombre d'investisseurs il peut être très difficile à gérer toutes les requêtes formulées par les potentiels investisseurs (MORITZ A., BLOCK J.-H., LUTZ E., « *Investor communication in equity-based crowdfunding: a qualitative-empirical study* », op.cit., p. 319 et 320). Il reste également possible de s'interroger si les informations obtenues donnent une image aussi fine de la qualité de l'équipe de management (ou d'autres aspects du projet) que celles obtenues par les *business angels* ou les équipes de sociétés de gestion lors d'une entrée en relation directe. De plus, les canaux de communication qu'un investisseur peut utiliser dans le cadre d'une campagne de *crowdequity* restent dépendant de la plateforme de financement participatif qui peut réserver l'accès à des outils à certains des investisseurs. Rien n'interdit à celle-ci (au titre d'exemple) de réserver les outils de communication les plus efficaces (permettant une interaction) à une fraction des investisseurs afin de percevoir une rémunération supplémentaire en contrepartie de l'accès à ses outils. Sur l'importance des outils appropriés dans un contexte d'*equity crowdfunding* (ATTUEL-MENDES L., SOULAS C., « *La communication dans l'equity crowdfunding : des investisseurs privilégiés au sein de la foule ?* », op.cit., p. 107 et s., n°4.1.1 et suivants).

¹⁵⁷³L'incapacité de l'investisseur d'évaluer une jeune pousse à travers une plateforme de *crowdequity* peut être illustrée par un exemple lié aux spécifications techniques des produits ou services développés par la jeune entreprise. Afin d'évaluer une jeune entreprise innovante il semble, en effet, inévitable de réaliser une analyse approfondie des modalités techniques du projet afin de comprendre si ce dernier comporte réellement caractère innovant. Or, les spécifications techniques ou d'autres informations « *sensibles* » du projet comme le plan d'affaires ne seront, très probablement pas communiquées aux investisseurs dans le cadre d'une campagne de *crowdequity* en raison du risque élevé d'utilisation des informations techniques par les concurrents résultant du grand nombre d'investisseurs. (Sur ce point :

Cette situation, qui n'est pas exempte de « *risques d'agence* »¹⁵⁷⁴ entre les investisseurs et la plateforme et du risque du comportement opportuniste de la plateforme,¹⁵⁷⁵ est susceptible de rendre complexe l'évaluation de la *start-up* par l'investisseur, qui n'obtient pas l'essentiel des informations nécessaires pour apprécier le potentiel de la jeune entreprise¹⁵⁷⁶.

322 L'absence de négociation individuelle avec la *start-up*. Contrairement aux capital-risqueurs les investisseurs participant à une campagne de *crowdequity* ne sont pas à même de négocier les documents sociaux de la *start-up*. La négociation individuelle avec la société

SCHWEINBACHER A., LARRALDE B., « *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures* », Handbook of Entrepreneurial Finance, Oxford University Press, 28 September 2012, p. 378 ; CHERTOUX G., REDIS J., « *Business Angels et plateformes de financement participatif : concurrents ou complémentaires ?* », Entreprendre & Innover, n°28, 2016/1, p. 100 et 106). Cet obstacle pourra être surmonté, comme l'absence de l'échange direct avec les porteurs du projet, uniquement à travers par l'intervention de la plateforme de financement participatif. Les détails techniques du projet pourront être mis à la disposition de la société exploitant la plateforme de *crowdequity* qui pourra évaluer la solidité technique du produit ou le service en développement. Il convient de noter cependant que la qualité de *due diligence* réalisée par la plateforme n'est pas vérifiable par les investisseurs. (Sur ce point : CUMMING D.J., JOHAN S., ZHANG Y., « *The Role of Due Diligence in Crowdfunding* », Journal of Banking and Finance, 108, 26 September 2019, p. 5, n°3.4).

¹⁵⁷⁴

¹⁵⁷⁵ Si, en phase d'évaluation et négociation, la dépendance des investisseurs est importante vis-à-vis de la plateforme de *crowdequity* les *crowdinvestors* doivent également faire face au comportement potentiellement opportuniste du prestataire (HOOGHIEMTRA S., « *The Perfect Regulation of Crowdfunding What Should the European Regulator Do ?* », in : *Crowdfunding in Europe* », January 2016, p. 147, n°6.1 ; LIN I., « *Managing Risks of Equity Crowdfunding : Lessons from China* », Journal of Corporate Law Studies, 2017, p. 27). Si le phénomène de l'aléa moral est également présent entre la société de gestion et les porteurs des parts des fonds d'investissement, de notre point de vue, ce risque reste plus élevé en matière de *crowdequity* qu'en matière de gestion d'actifs. Les plateformes de *crowdfunding* étant principalement rémunérés par les émetteurs il peut être dans leur intérêt de présenter les opportunités d'investissement de façon favorable aux investisseurs, qui ne découvriront que plus-tard les inconvénients associés l'investissement réalisé.

¹⁵⁷⁶ Une thèse partageant ce point de vue : JOO KITANO H.A., *The investor-entrepreneur relationship in equity crowdfunding : a combined trustagency based approach*, doctoral thesis, Universitat Autònoma de Barcelona, May 2017, p. 79, n°5.3.2..

cible semble difficilement envisageable en raison de la mise à disposition de contrats standardisés¹⁵⁷⁷.

En l'absence de négociation individuelle les investisseurs perdent non seulement le bénéfice résultant de la confidentialité de la négociation du prix¹⁵⁷⁸, qui est l'un des principaux avantages résultant du caractère non coté des titres, mais également la possibilité de prévoir des mécanismes juridiques permettant de pallier les risques résultant des caractéristiques propres aux *start-up* (l'instabilité de gouvernance et l'illiquidité des titres notamment).

Si la plateforme de *crowdequity* a vocation à négocier avec les entreprises (pour le compte de investisseurs particuliers), il est incertain que ladite plateforme demande la mise en place des conditions équivalentes à celles applicables à un *business angel* au sien des documents sociaux¹⁵⁷⁹.

¹⁵⁷⁷ La plateforme de financement participatif a pour objet d'afficher des « offres de financement participatif » définie au sein de l'article 2, 1, f) du Règlement (UE) 2020/1503, qui supposent que les caractéristiques juridiques d'une offre soient réunies au sens de l'article 1114 du Code civil (et que les éléments essentiels du contrat soient déterminés). L'acceptation de cette offre vaut contrat (article 1113 du Code civil). Si l'investisseur souhaite négocier individuellement avec la *start-up* elle doit prévoir des rendez-vous personnels avec la société cible et procéder à une opération de capital-risque sans aide de la part de la plateforme. Or, comme la prise de contact matière d'entrée en relation, il est très peu sûr qu'une société en cours de levée de fonds pourra dégager du temps pour négocier avec un investisseur particulier, sauf si ce dernier peut présenter une valeur ajoutée supplémentaire à son égard par rapport au reste des investisseurs.

¹⁵⁷⁸ La valorisation d'une *start-up* peut être l'un des éléments le plus important afin de déterminer le prix du titre que l'investisseur souhaite acheter (et constituent le cœur du travail pour les capitaux-risqueurs). Or, en l'absence de *due diligence* approfondie l'investisseur ne pourra lui-même réaliser ce travail de valorisation et restera dépendant de la plateforme dans la détermination du prix juste.

¹⁵⁷⁹ KOFFEL S., *Equity-Crowdfunding : le rôle, caractéristiques et enjeux de l'accès au financement complémentaire*, Université de Lorraine. Thèse, 10 novembre 2021, p. 130, n°2.2). Sur les droits de vote : LUKKARINEN A., « *Equity Crowdfunding, principles and Investor Behaviour* », in *Advances in Crowdfunding*, op.cit., p. 95 et 96. La plateforme et les investisseurs n'ont pas nécessairement des intérêts alignés « *there is no evidence that platform screening is as reliable as an angel investor's, because platforms' incentives to do so are much weaker.* » (ARMOUR J., ENRIQUES L., « *The Promise and Perils of Crowdfunding, Between Corporate Finance and Consumer contracts* », Law Working Paper N° 366/2017, p. 12 et p. 45). Il est intéressant d'examiner le guide du pacte d'actionnaires publié par la plateforme Sowefund (disponible via : <https://sowefund.com/guide-pacte>). Il ressort de ce guide que la société opérant la plateforme de financement participatif est susceptible

2) *Les incertitudes liées au suivi de l'investissement après la prise de participation*

323 Les obstacles résultant de la situation des investisseurs. L'investisseur, n'ayant pas négocié lui-même les documents relatifs à l'investissement, peut se trouver dans une situation fortement déséquilibrée vis-à-vis de la *start-up* ou des investisseurs professionnels. Il est notamment possible de se demander comment sans les mécanismes de contrôle propre au capital-risque les investisseurs pourront pallier les risques propres aux *start-up*¹⁵⁸⁰. Si les capitaux-risqueurs sont souvent bénéficiaires de droits informationnels supplémentaires ou d'une clause d'audit (leur permettant de se prémunir contre l'opportunisme éventuel des dirigeants dans les décisions stratégiques), de clauses de sortie des investisseurs (les protégeant contre l'illiquidité des titres)¹⁵⁸¹ ou encore de clauses anti-dilution (les protégeant contre les évolutions capitalistiques rapides des jeunes pousses), ce n'est pas nécessairement le cas des investisseurs participant à une campagne de *crowdequity*.

Il convient néanmoins de noter que le recours à certaines clauses contractuelles couramment utilisées dans le cadre des opérations de capital-risque (i.e. droits de veto mais également des clauses d'anti-dilution) peut s'avérer inapproprié en matière *crowdequity* en raison du grand nombre d'investisseurs participant à la levée de fonds et de leur faible participation. Par ailleurs, le recours à des mécanismes propres au capital-risque nécessite des connaissances en matière d'investissement et une

d'insérer des différentes clauses, courantes en matière de capital-risque, dans les pactes d'actionnaires (conclus entre le porteur de projet et les investisseurs). Les plateformes semblent également de suivre les étapes similaires à un capital-risqueur traditionnel lors de l'évaluation : analyse du *business model*, rédaction d'un *term sheet* et l'organisation d'un *closing* (KOFFEL S., « *Equity-Crowdfunding : le rôle, caractéristiques et enjeux de l'accès au financement complémentaire* », op.cit., p. 65 et 66).

¹⁵⁸⁰ARMOUR J., ENRIQUES L., « *The Promise and Perils of Crowdfunding, Between Cloporte Finance and Consumer contracts* », op.cit., p. 12; HORNUF L., SCHWEINBACHER A., « *Crowdinvesting, Angel investing For the Masses*, Working paper, Forthcoming in Handbook of Reseach on Buiness Angels, 8 october 2014, p. 16 et 17.

¹⁵⁸¹ Sur les mécanismes mis en place par les plateformes françaises et l'absence des droits de sortie : BOUGLET J., GARMILIS G., « *L'equity crowdfunding, une régulation traditionnelle pour un modèle innovant ?* », Rev. française de gestion, n°273, 2018/04, p. 113; GIRARD C., DEFFAINS-CAPSKY C., « *Les mécanismes de gouvernance disciplinaires et cognitifs en Equity Crowdfunding : Le cas de la France* », September 2016, Finance Contrôle Stratégie, p. 6, n°22.

implication importante de l'investisseur dans le suivi du projet. Or, il ressort des études empiriques récentes que les investisseurs de *crowdequity* ont tendance à se comporter de manière passive. Il est donc peu probable que les investisseurs demandent à bénéficier des mêmes mécanismes de protection que les investisseurs professionnels. En outre, s'ils venaient à en bénéficier malgré tout, il est probable qu'ils ne soient pas à même de savoir les utiliser et les mettre en œuvre comme les investisseurs professionnels¹⁵⁸².

Comme pour les aménagements contractuels, il n'est pas certain que les investisseurs aient conscience de leurs droits en assemblée générale ou qu'ils aient la volonté d'utiliser ces droits¹⁵⁸³. Or, en l'absence de protection juridiques et d'informations à jour sur les affaires courantes de la société (dont l'une des seules sources pour l'investisseur est l'assemblée générale des actionnaires) les investisseurs peuvent se trouver rapidement évincés par des *business angels* prenant une participation au capital lors des tours de tables suivants.

324 Le rôle des plateformes de *crowdequity*. Pour se prémunir contre ces risques certaines plateformes *crowdequity* fournissent des informations aux investisseurs notamment quant aux évènements relatifs à la vie de la société. Les plateformes peuvent également assister la société dans la gestion administrative des actionnaires notamment à travers la constitution d'un SPV où la plateforme obtient généralement un rôle dans l'organe d'administration (ou de surveillance) de la société¹⁵⁸⁴. Une telle situation serait, selon

¹⁵⁸² HORNUF L., SCHILLING T., SCWHEINBACHER A., « *The relevance of investor rights in crowdfunding* », Journal of Corporate Finance, Vol. 77, December 2022, p. 12, n°6 ; LARS H., T. SCHILLING T., SCWHEINBACHER A., « *Are Equity Crowdfunding Investors Active Investors* », CESifo Working Paper, No. 7884, p. 7 et 19, March 2020; MANTHE E., *Analyse du comportement de l'investisseur en equity crowdfunding, une approche par la valeur consommateur*, Université de Bourgogne Franche-Comté, 2018, 62 et 71, WILSON K.E., TESTONI M., « *Improving the role of Equity crowdfunding in Europe's capital markets* », op.cit., p. 8.

¹⁵⁸³ LARS H., T. SCHILLING T., SCWHEINBACHER A., « *Are Equity Crowdfunding Investors Active Investors* », op.cit., p. 7.

¹⁵⁸⁴ GIRARD C., DEFFAINS-CAPSKY C., « *Les mécanismes de gouvernance disciplinaires et cognitifs en Equity Crowdfunding : Le cas de la France* », op.cit., p. 13, n°49.

certain auteurs, de nature à limiter les risques liés à l'aléa moral relatif à la situation des investisseurs¹⁵⁸⁵.

L'intensité de ces diligences reste toutefois limitée à des fonctions d'administration et d'information (et peuvent être également restreintes en fonction des ressources de la plateforme de *crowdfunding*¹⁵⁸⁶) et largement dépendantes de la volonté des dirigeants effectifs de la société ayant fait l'objet de la levée des fonds. Les plateformes de financement participatif n'ont pas pour vocation d'assister l'investisseur dans la gestion de sa participation à la différence des gestionnaires d'actifs ou de portefeuille¹⁵⁸⁷. Cette absence de fonction de suivi distingue en effet le service de *crowdequity* de la gestion de portefeuille et de la gestion collective. Dans une campagne de *crowdequity* les investisseurs bénéficient d'une protection largement inférieure à celles des investisseurs faisant gérer leur patrimoine par un gestionnaire de portefeuille ou des porteurs de part des fonds de capital-investissement.

Si aujourd'hui les investisseurs restent très exposés aux risques spécifiques que présente le *crowdfunding* aussi bien à la fois en phase précontractuelle qu'après la réalisation de l'investissement le modèle d'affaire des plateformes est en constante évolution. Ainsi, certaines techniques, et notamment la syndication (également appelé co-investissement avec un *investisseur professionnel*), sont susceptibles d'améliorer significativement le succès de la campagne mais aussi d'apporter une sécurité supplémentaire aux investisseurs particuliers¹⁵⁸⁸.

¹⁵⁸⁵ CUMMING D.J., VANACKER T., ZAHRA S.A., « *Equity crowdfunding and governance : toward an integrative model and research agenda* », op.cit., p. 24 ; KOFFEL S., « *Equity-Crowdfunding : le rôle, caractéristiques et enjeux de l'accès au financement complémentaire* », op.cit., p. 130.

¹⁵⁸⁶ BESSIERE V., STEPHANY E., « *Financement et gouvernance des start-ups en equity crowdfunding* », Finance, contrôle, stratégie, Vaira, 18-4, 2015, n°40.

¹⁵⁸⁷ Sur l'absence de monitoring de l'utilisation des fonds : LISSOWKA M., « *Crowdfunding – the Interplay between Evolving Organization and Embedding Institutions* », Accounting, Economics, and Law: A Convivium, De Gruyter, vol. 11(3), December 2021, p. 1 à 20, n°5.

¹⁵⁸⁸ S'agissant des effets potentiels de la syndication notamment en matière de protection et sortie des investisseurs p. 19 et s. DEFFAINS-CRAPSKY C., CUENOUD T., GLEMAIN P., « *Les déterminants de la syndication avec les Business Angels dans les opérations d'Equity Crowdfunding : le cas français* », Document de travail du GRANEM n° 2016-01-047, mai 2016, p. 19 à 22 ; AGRAWAL A.,

Compte tenu de la position défavorable des investisseurs particuliers par rapport aux capitaux-risqueurs, et de leur probable incapacité à gérer les difficultés propres au *crowdequity*, il nous semble justifié que soient mises en place des règles strictes tant en matière d'évaluation que de négociation ou de suivi d'investissement, à la charge des plateformes de financement participatif¹⁵⁸⁹.

CATALINI C., GOLDFARB A., « *Are Syndications the Killer App for Equity Crowdfunding* », *California management review* vol. 58, no. 2 Winter 2016, p.119 à 122.

¹⁵⁸⁹ L'importance de la réglementation sur ce point est soulignée par : CUMMING D.J., VANACKER T., ZAHRA S.A., « *Equity crowdfunding and governance : toward an integrative model and research agenda* », *op.cit.*, p. 38 à 41, 48 et 49.

Section II : Une réponse juridique insuffisante aux risques significatifs encourus par les investisseurs particuliers

325 La protection des investisseurs à travers des obligations de bonne conduite et des limitations. Afin de comprendre si les cadres juridiques français et européen permettent donner une réponse aux insuffisances apparentes du *crowdequity* nous examinerons deux catégories d'obligations incombant aux plateformes de *crowdequity* qui nous semblent particulièrement importantes en matière de financement des *start-up*.

L'une des catégories fixe un certain nombre de limitations au regard des volumes des produits et de la structure des sociétés faisant appel au financement par *crowdequity*. Ces obligations peuvent également réduire le risque supporté par les investisseurs à travers des limitations relatives à la complexité de l'opération ou au montant investi.

L'autre catégorie correspond aux règles de bonne conduite comprenant les règles relatives à l'évaluation du profil des investisseurs et à leur information lesquelles s'avèrent particulièrement importantes en matière de financement des jeunes entreprises innovantes.

Dans un premier temps nous analyserons les différentes limitations pesant sur les plateformes de financement participatif visant à réduire le risque pris par les investisseurs (1§). Dans un second temps nous examinerons les obligations de bonne conduite des plateformes. Dans ce cadre nous nous demanderons dans quelle mesure ces obligations permettent de compenser les inconvénients résultant de la position des investisseurs particuliers en comparaison avec les investisseurs professionnels du capital-risque (2§).

1§) Une souplesse juridique grandissante au détriment de la protection des investisseurs particuliers

326 Un cadre juridique de plus en plus léger en matière de limitations qualitatives et quantitatives : le rapprochement entre *crowdequity* et capital-risque traditionnel. Les cadres juridiques français et européen du *crowdequity* ont subi des transformations importantes au cours de la dernière décennie afin de se rapprocher, au gré des réformes, du capital-risque traditionnel eu égard au périmètre des produits et à la souplesse de l'opération sur le plan du droit des sociétés.

Si ce rapprochement progressif favorise les *start-up* il déconstruit le cadre juridique protecteur des investisseurs particuliers (A). Or, afin que les investisseurs participant aux campagnes de *crowdequity* puissent agir comme de véritables *business angels* ils devraient être mesure d'obtenir des informations similaires, en quantité et en qualité, à celles dont bénéficient les professionnels de l'investissement via des plateformes de *crowdequity*. Nous examinerons dans un second temps les obligations informationnelles pesant sur les plateformes de négociation permettant aux investisseurs de prendre des décisions avisées en matière de financement des *start-up* (B).

A) La protection des investisseurs sous le régime mis en place par l'ordonnance du 30 mai 2014

327 Les limitations spécifiques au *crowdequity* en matière de produits de financement. Les CIP connaissaient des limitations similaires aux IFP sous le régime créé par l'ordonnance du 30 mai 2014. Les campagnes de financement organisées par les CIP, comme celles des IFP, étaient limitées quant au montant levé¹⁵⁹⁰.

¹⁵⁹⁰ Initialement le seuil des montants pouvant être levés était relativement restreint (il a été fixé à un million d'euros par l'article. D.411-2 du Code monétaire et financier). Le régime a été instauré par l'article du 2 du décret n° 2014-1053 du 16 septembre 2014 relatif au financement participatif qui a été augmenté à 2,5 millions d'euros par l'article 2 du décret n° 2016-1453 du 28 octobre 2016 relatif aux titres et aux prêts proposés dans le cadre du financement participatif. Par la suite l'article 10 du décret de 2019 (Décret n° 2019-1097 du 28 octobre 2019 modifiant les dispositions relatives aux offres au

Les limitations applicables aux CIP comprenaient toutefois des différences notables par rapport aux IFP sous le régime de l'ordonnance du 30 mai 2014. Les mesures protectrices spécifiques étaient applicables aux CIP et limitaient la marge de manœuvre des entreprises émettrices au regard de la nature des produits utilisés (1) et de la structuration de l'opération du point de vue du droit des sociétés (2).

1) *Une protection des investisseurs à travers des limitations au regard de produits*

328 Des limitations initiales. Les plateformes de l'investissement participatif ne pouvaient accepter des financements réalisés qu'à travers des actions simples (ou obligations simples et à taux fixe)¹⁵⁹¹. Ces mesures ont clairement simplifié la nature des opérations pouvant être réalisées par des plateformes de *crowdequity* les rendant ainsi accessibles au grand public. Elles présentaient toutefois des limitations radicales vis-à-vis des *start-up*. Les plateformes de *crowdequity* ne pouvaient pas faire appel à des actions de préférence qui semblent pourtant adaptées aux jeunes entreprises innovantes. Les opérations plus complexes (et même des levées de fonds par émission de VMDAC) s'avéraient également impossibles à mettre en place dans le cadre juridique instauré par l'ordonnance de 2014¹⁵⁹².

329 Un début de libéralisation de la structuration de l'opération de *crowdequity* par la réforme de 2016. Assez rapidement après la publication de l'ordonnance du 30 mai 2014 une nouvelle réforme a apporté un allègement des contraintes pesant sur les plateformes de financement participatif. Du point de vue des investisseurs ce changement pouvait être perçu comme un bouleversement qui a « *profondément modifié la philosophie qui sous-tendait le*

public de titres) a augmenté ce seuil à 8 millions d'euros. Sur ce point : MOULIN J.-M., « *Le financement participatif (crowdfunding)* », op.cit., n°122. Nous notons que le Règlement *crowdfunding* limite le montant pouvant être levé par les entreprises à 5 millions d'euros ce qui nous semble présenter régression n matière de financement des *start-up* (Article 1, 2., c) du Règlement (UE) 2020/1503).

¹⁵⁹¹ Article D.547-1 du Code monétaire et financier (abrogé à l'entrée en vigueur du Règlement *crowdfunding* par le Décret n° 2022-110 du 1er février 2022 modernisant le cadre applicable au financement participatif).

¹⁵⁹² SABATHIER S., « *Le nouvel investisseur en financement participatif* », RDBF n° 4, Juillet 2016, étude 21, (p.38 à 43), n°8. LACROIX F., DIMITRIJEVIC M., « *Plateformes de crowdfunding : quel statut pour quelles opérations ?* », Bull. Joly Bourse, n°06, 1er juin 2015, p. 255.

financement participatif »¹⁵⁹³. Cependant du point de vue des *start-up* ce changement constituait une évolution clairement favorable. Il a conféré aux jeunes pousses la possibilité d'avoir recours à des outils fréquemment utilisés en matière de capital-risque traditionnel.

Ainsi les CIP ont pu, à compter de 2016, émettre des actions de préférence¹⁵⁹⁴. La volonté du législateur de préserver un régime juridique protecteur des investisseurs en matière de *crowdequity* restait perceptible : les actions de préférence émises à travers des plateformes de financement participatif devaient toujours respecter la proportionnalité des droits de vote par rapport à la quotité du capital¹⁵⁹⁵ (les allègements ont été apportées sur ce point par loi PACTE¹⁵⁹⁶).

Cette règle pouvait être perçue comme contraignante du point de vue des jeunes pousses. Elle semblait cependant en cohérence avec le profil des investisseurs utilisant des plateformes de financement participatif et avec l'absence de marge de manœuvre pour négocier les droits attachés aux actions avant la levée de fonds.

D'autres changements ont favorisé les *start-up* au détriment de la protection des investisseurs. Le législateur français a rendu possible par l'ordonnance de 2016 l'émission d'obligations convertibles¹⁵⁹⁷ qui semblent l'un des produits obligataires le plus adapté aux jeunes entreprises innovantes.

Il restait néanmoins possible de s'interroger sur les raisons pour lesquelles le législateur a décidé d'autoriser l'émission des obligations convertibles alors que l'émission des

¹⁵⁹³ MOULIN J.-M., « *Le financement participatif* », op.cit., n° 82.

¹⁵⁹⁴ Article D.547-1, 1° du Code monétaire et financier a été modifié par l'article 2 du décret n° 2016-1453 du 28 octobre 2016 relatif aux titres et aux prêts proposés dans le cadre du financement participatif (sur ce point : MOULIN J.-M., « *Le financement participatif* », op.cit., n°82).

¹⁵⁹⁵ Article D.547-1, 1° du Code monétaire et financier.

¹⁵⁹⁶ S'agissant des SAS le 1° de l'article L.227-2-1 du Code de commerce a été abrogée par l'article 3 de l'ordonnance n° 2019-1067 du 21 octobre 2019 modifiant les dispositions relatives aux offres au public de titres.

¹⁵⁹⁷ Article D.547-1 du Code monétaire et financier dans sa version modifiée par modifié par le décret n° 2016-1453 du 28 octobre 2016 (sur ce point : MOULIN J.-M., « *Le financement participatif* », op.cit., n°94).

BSA restait prohibée. Ce choix semblait regrettable du point de vue des jeunes pousses pour qui les BSA (et les différentes variantes de cet instrument) sont particulièrement adaptés.

2) *La protection des investisseurs à travers des limitations relatives à la structure des sociétés*

330 La création d'une variante de la SAS dédiée aux campagnes de financement participatif. Le législateur français a ouvert avec l'ordonnance du 30 mai 2014, la possibilité aux SAS de lever des fonds via le *crowdequity*¹⁵⁹⁸, ce qui était cohérent avec la possibilité accordée aux SAS de procéder à des opérations de Placement privé et favorable aux jeunes entreprises innovantes en raison de la souplesse de cette forme sociale. Les SAS faisant appel à un CIP devaient néanmoins respecter une série de conditions particulières.

Outre la proportionnalité du droit de vote à la quotité du capital¹⁵⁹⁹, les SAS ne faisant pas appel à une plateforme de financement participatif pour lever des fonds se sont vues appliquées les règles relatives à la spécialité des assemblées résultant des articles L.225-96 et L.225-98 du Code de commerce¹⁶⁰⁰.

La nouvelle variante de la SAS s'est vue imposée des règles relatives aux majorités et quorum des assemblées applicables en matière de SA ainsi que celles concernant les

¹⁵⁹⁸ Article L.411-2, I bis, 2° du Code monétaire et financier comprenait désormais l'exemption visant les offres qui sont proposées « *par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement ou d'un conseiller en investissements participatifs au moyen d'un site internet remplissant les caractéristiques fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers* » (version de l'article modifiée par l'article 11 de l'ordonnance du 30 mai 2014).

¹⁵⁹⁹ L'article L.227-2-1, I, 1° du Code de commerce (modifié par l'article 14 de l'ordonnance du 30 mai 2014) renvoyait à l'article L.225-122 du Code de commerce.

¹⁶⁰⁰ L'article L.227-2-1, I, 2° du Code de commerce (depuis sa modification par l'ordonnance du 30 mai 2014) renvoie aux articles L.225-96 à L.225-98 du Code de commerce.

modalités de convocation des associés¹⁶⁰¹. Ces protections d'origine légale sont importantes du point de vue des investisseurs particuliers¹⁶⁰².

En outre, le dispositif protecteur imposé par le législateur aux SAS n'était cependant pas exempt de lacunes et d'incohérences¹⁶⁰³. Il restait notamment possible de se demander pourquoi le législateur n'avait pas imposé à la nouvelle catégorie de SAS davantage d'obligations informationnelles vis-à-vis des actionnaires.

Les obligations d'informations permanentes, prévues aux articles L.225-115 à 225-117¹⁶⁰⁴ L.225-108 du Code de commerce en matière de SA, auraient notamment pu s'avérer utiles du point de vue des actionnaires minoritaires et passifs que sont les « *investisseurs crowdequity* »¹⁶⁰⁵.

Le cadre juridique créé par le législateur français semble en outre critiquable du point de vue des *start-up*. Les obligations mentionnées alourdissent considérablement le

¹⁶⁰¹ L'article L.227-2-1, I, 2° du Code de commerce (depuis sa modification par l'ordonnance du 30 mai 2014) renvoie aux articles L.225-96 et L.225-98 du Code de commerce fixant les règles de quorum pour les assemblées générales extraordinaires et ordinaires. Les mêmes articles fixent les règles relatives à la convocation des actionnaires. L'article R.227-2 du Code de commerce (version issue de l'article 4 du décret n° 2014-1053 du 16 septembre 2014 relatif au financement participatif) renvoie aux articles R.225-66 à 70 du Code de commerce relatif de la convocation des actionnaires et l'article R.225-83 relatif aux documents et renseignements pouvant être demandés par les actionnaires. Il convient d'ajouter que la liberté conférée à la SAS de déterminer les modalités de consultation des associés a également été écartée par l'article L.227-2-1, 3° du Code de commerce (depuis sa modification par l'ordonnance du 30 mai 2014).

¹⁶⁰² CHANEY A., DEPARDAY A., « *Le financement des SAS par la souscription de titres via une plateforme internet* », LPA, n°5, 7 janvier 2016, (p. 8 à 12), section II, A) ; PORACCHIA D., VELARDOCCIO D., « *Le financement participatif par offre au public de titres financiers* », Bull. Joly Sociétés, n° p. 742, 1^{er} décembre 2014, p. 748 et 749, n°29 à 31.

¹⁶⁰³ Sur ces modifications qui ne sont pas dépourvues d'incohérences quant au rôle de l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire : J. CHAIEHLOUDJ Walid et al., « *Règles applicables dans les sociétés ayant recours au financement participatif* », Lamy sociétés commerciales, 4288, date d'actualisation : 14 février 2023.

¹⁶⁰⁴ Par renvoi à l'article L.225-15 du Code de commerce.

¹⁶⁰⁵ De plus, dans la mesure où ces articles donnent simplement le droit pour les investisseurs d'obtenir de certaines informations ou documents, elles n'auraient pas nécessairement diminué la souplesse de cette nouvelle forme de SAS.

fonctionnement de la SAS¹⁶⁰⁶ et imposent des tâches administratives supplémentaires à la jeune pousse (quant à l'organisation des assemblées)¹⁶⁰⁷.

Enfin, l'entrée d'investisseurs expérimentés au capital, après la levée de fonds via le *crowdequity*, peut nécessiter des modifications importantes et rapides dans l'organisation de la société et dans la gouvernance. Or, la rigidité résultant des dispositions applicables à la nouvelle forme de SAS peut faire obstacle à des changements rapides dans la gouvernance de la société¹⁶⁰⁸. Cette absence de flexibilité peut être perçue de façon négative par les investisseurs.

B) La réduction des mesures protectrices après l'entrée en vigueur du règlement européen de *crowdfunding*

331 Un changement d'approche de la réglementation européenne. Les limitations imposées par la réglementation française qui apportaient une protection supplémentaire aux investisseurs particuliers n'ont pas été reprises dans le Règlement *crowdfunding*.

Le règlement européen a initié un changement de perspective au regard du cadre juridique antérieur et a effacé les limitations imposées aux produits employés par le cadre juridique français résultant de l'ordonnance du 30 mai 2014 (1). L'entrée en vigueur du règlement européen n'a cependant pas eu d'impact sur le dispositif mis en place par législateur français en matière de droits des sociétés (2).

¹⁶⁰⁶ La liberté statutaire de la SAS a été très fortement encadrée par l'article L.225-96 du Code de commerce qui a écarté la possibilité que le président de la SAS ou un autre organe procède à des modifications statutaires en vertu de l'article L.227-9, 2° du Code de commerce. La rigidité de la nouvelle forme de SAS, propre au *crowdfunding*, est cependant à relativiser : les décisions autres que les modifications statutaires peuvent être attribués à une assemblée ou alors à un autre organe social en vertu de l'article L.227-9. L'article L.227-2-1 du Code de commerce ne renvoie pas à l'article L.225-100 du Code de commerce (PORACCHIA D., VELARDOCCHIO D., « *Le financement participatif par offre au public de titres financiers* », op.cit., n°26 et 27, p. 748 et 749).

¹⁶⁰⁷ Notamment en raison de l'application des articles R.225-66 à 70 du Code de commerce s'agissant de la convocation des actionnaires et l'article R.225-83 du Code de commerce sur des documents et renseignements pouvant être demandés par les actionnaires aux SAS.

¹⁶⁰⁸ Les modifications statutaires doivent notamment faire l'objet d'une décision de l'assemblée générale extraordinaire.

1) *L'effacement des limitations liées aux produits: une mesure pertinente ?*

332 La fin des limitations de la nature des valeurs mobilières proposées et les droits attachés à ces derniers. Outre les changements importants qui ont permis d'instaurer des contraintes réglementaires similaires au regard des plateformes de *crowdlending* et de *crowdequity* le Règlement *crowdfunding* a également mis fin aux limitations liées à la nature des produits utilisés et à leurs caractéristiques.

Le Règlement *crowdfunding* renvoie en effet à la notion de valeur mobilières de la Directive MIF II¹⁶⁰⁹ permettant ainsi le recours à des valeurs mobilières donnant accès au capital dans le cadre des opérations de *crowdequity*. Rien n'empêche désormais les plateformes de proposer aux porteurs de projet d'émettre des BSA (ou encore des variantes de celles-ci les BSA *Ratchet* ou BSA Air).

Il convient néanmoins de s'interroger sur l'impact réel du changement apporté par le règlement. En effet, dans le cadre du test d'appropriation, les plateformes sont tenues de prendre en compte la connaissance et l'expérience des clients en matière d'investissement avant de leur proposer des produits. Or, le recours à des obligations convertibles ou encore à des BSA émis par une société jeune et donc par nature risqué, pourrait être jugé comme inadapté au regard du profil des investisseurs particuliers qui ont peu ou pas d'expérience en matière d'investissement¹⁶¹⁰.

¹⁶⁰⁹ Le service de financement participatif et notamment le *crowdequity* est déterminé par référence aux valeurs mobilières (article 2, 1., a), ii) du Règlement (UE) 2020/1503 renvoie au m) du même article qui définit la notion des valeurs mobilières comme « *les valeurs mobilières au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 44), de la directive 2014/65/UE* »).

¹⁶¹⁰ De notre point de vue l'utilisation d'un BSA ou l'OCA n'est pas nécessairement conforme avec le profil des investisseurs n'ayant pas d'expérience en matière d'investissement : le Règlement délégué (UE) 2022/2114 afin de déterminer l'appropriation d'un produit à l'investisseur exige la prise en compte « *au regard de la nature, de l'ampleur et de la complexité du service de financement participatif proposé et du type d'investissement envisagé* » (...) « *le niveau d'éducation et la profession, ou l'ancienne profession pertinente, de l'investisseur potentiel non averti, notamment toute expérience ou compétence professionnelle acquises en matière d'investissements participatifs* ».

333 Vers une professionnalisation des plateformes de financement participatif.

L'ouverture des plateformes de financement participatif à des instrument plus complexes que les actions ou les obligations simples peut ouvrir la voie à la professionnalisation du financement participatif comme en témoigne la distinction des investisseurs avertis et non-avertis institué par le Règlement *crowdfunding*¹⁶¹¹.

Il est toutefois possible de s'interroger sur l'intérêt du recours à des plateformes de *crowdequity* pour les investisseurs professionnels ou avertis¹⁶¹². Le financement participatif offre une position peu avantageuse à l'investisseur et peut, dès lors, sembler inintéressant du point de vue des *business angels* et des acteurs du capital-risque traditionnel. Il nous semble fort probable que ces acteurs, ayant fréquemment leur propre réseau et sources d'informations, opteront pour la négociation individuelle avec la *start-up* cible ou lieu de se contenter d'accepter des contrats standardisés comme le reste des *crowdfunders*¹⁶¹³.

¹⁶¹¹ Le Règlement (UE) 2020/1503 a mis en place dans l'article 2, j) et k) des définitions pour les investisseurs avertis et non-avertis adaptés à l'environnement du *crowdfunding*. La qualification d'investisseur averti est réalisée en fonction de la procédure décrite dans l'Annexe II du règlement. Cette procédure nécessite la prise en compte en matière de personne morale les capitaux propres ; les chiffres d'affaires et le total du bilan et pour les personnes physiques le revenu brut, l'activité professionnelle et le nombre de transactions réalisées pour les investisseurs physiques.

¹⁶¹² Il convient de rappeler que la notion de l'investisseur averti est plus large que l'investisseur professionnel englobant potentiellement des investisseurs expérimentés, qui ne sont des véritables professionnels de l'investissement. Les notions de l'investisseur averti et non-averti semblent toutefois inspirées de la directive 2014/65 comme le souligne le consid. 42 du règlement (les dispositions relatives aux investisseurs avertis et non avertis sont inspirées de l'Annexe II, I, 2. de la directive pour les personnes morales et de l'Annexe I, II.1 pour les personnes physiques). Le règlement propose cependant des seuils très radicalement inférieurs aux critères exposés et sont adaptés au domaine du financement participatif où la majeure partie des investisseurs restent des investisseurs physiques. Le Règlement *crowdfunding* permet à des investisseurs expérimentés (ayant une expérience considérable en matière d'investissement) d'entrer dans la catégorie d'investisseurs professionnels.

¹⁶¹³ En cas de négociation individuelle avec la *start-up* et en l'absence d'intermédiation par la plateforme du *crowdfunding* (dans le cadre de la souscription aux titres de capital) l'opération restera, selon notre analyse, en dehors du champ d'application du règlement (UE) 2020/1503. L'article 2, 1. a), ii du Règlement (UE) 2020/1503 définit le service de financement participatif par souscription de titres à travers la notion du placement sans garantie et réception-transmission d'ordres. Le règlement ne lève toutefois pas toute incertitude sur ce point. Cette ambiguïté reste également gênante notamment au regard de la qualification juridique des opérations de *co-investissement* ou de syndication.

2) *Des limitations maintenues en matière du droit des sociétés*

334 Les questions soulevées par le silence du règlement *crowdfunding*. Le Règlement *crowdfunding* reste silencieux sur les éventuelles mesures relatives au droit des sociétés imposées aux sociétés se lançant dans une campagne de *crowdequity*. La seule contrainte reste le recours à une SARL¹⁶¹⁴. Le règlement n'opère donc pas d'harmonisation dans le domaine du droit des sociétés. Est-ce que cela signifie pour autant que le statut de la SAS dédiée aux campagnes de *crowdfunding* mise en place par l'ordonnance du 30 mai 2014 peut être maintenu en droit français malgré l'entrée en vigueur du règlement *crowdfunding*?

C'était, semble-t-il, l'analyse du législateur français qui n'a pas modifié les mesures dérogatoires propres aux SAS en matière de financement participatif par Offre au public de titres¹⁶¹⁵.

335 Une forme sociale contraignante dans un environnement européen harmonisé. Si le maintien des aménagements instaurés par l'ordonnance de 2014 paraissait intéressant du point de vue des investisseurs particuliers, cela soulevait des questions au regard de la compétitivité du droit français.

Avec l'entrée en vigueur du Règlement *crowdfunding*, rien n'empêche les *start-up* de constituer une structure de droit étranger (afin de contourner les limitations propres à la nouvelle forme de SAS) pour ensuite proposer leurs titres dans le cadre d'une

¹⁶¹⁴ Les sociétés faisant appel levant des fonds à travers une plateforme de *crowdequity* agréé en vertu du Règlement *crowdfunding* doivent être de « *responsabilité limitée* » (article 2, 1., n) du Règlement (UE) 2020/1503). Le règlement ne fournit pas de limitations en matière de titres financiers employés mais se contente de renvoyer (dans son article 2, 2., m) du Règlement (UE) 2020/1503) à la définition donnée par la directive 2014/65/UE sur ce point.

¹⁶¹⁵ La dernière modification de l'article L.277-2-1 du Code de commerce a eu lieu en 2019 et a maintenu le dispositif en supprimant seulement le 1, 1^o: (Ordonnance n° 2019-1067 du 21 octobre 2019 modifiant les dispositions relatives aux offres au public de titres, article 2). CHAIEHLOUDJ Walid et al., « *Offres de titres relevant du financement participatif* », Lamy sociétés commerciales, 4226, date d'actualisation : 14 février 2023.

campagne de financement participatif aux investisseurs français (sous réserve de la réalisation des formalités nécessaires pour la commercialisation des titres en France).

De notre point de vue, la possibilité du *forum shopping* européen rendu possible par le règlement *crowdfunding* est susceptible de mettre à l'épreuve l'efficacité du dispositif instauré par le législateur en 2014 sur le plan du droit des sociétés et appelle à une harmonisation des droits des sociétés à l'échelle européenne¹⁶¹⁶.

2§) Des obligations de bonne conduite insuffisantes pour pallier les risques résultant de la position défavorable des investisseurs

336 Une protection des investisseurs renforcée mais incomplète. S'agissant des exigences de bonne conduite des plateformes il convient de souligner que le droit français connaît depuis 2014 un cadre juridique protecteur en raison des exigences liées à l'évaluation de la connaissance et de l'expérience des investisseurs similaire à celui existant matière de conseil en investissement (A). L'efficacité de ces obligations ne semble cependant pas être en mesure de compenser les lacunes informationnelles résultant de la position des investisseurs particuliers par rapport aux investisseurs professionnels (B).

A) Un cadre juridique protecteur fondé sur l'évaluation de la connaissance et l'expérience des investisseurs

337 Une réglementation renforcée par le cadre juridique européen. L'obligations d'évaluation de la connaissance et de l'expérience des investisseurs incombant aux plateformes de *crowdequity* étaient, dès l'entrée en vigueur de l'ordonnance de 2014, relativement exigeantes. Ces obligations comportaient des similarités avec celles existantes en matière de conseil en investissement financier (notamment l'obligation de réaliser un test d'adéquation) (1). La réglementation européenne a cependant permis d'adapter les mesures

¹⁶¹⁶ Le rapport de la Commission européenne évoque les différences en matière de droit des sociétés comme l'un des obstacles à la fourniture des services de financement participatif dans d'autres Etats membres (European Commission, *Identifying market and regulatory obstacles to cross border development of crowdfunding in the EU*, op.cit., p. 82 et Annexe A3, p. 18).

déjà existantes en droit français au modèle d'affaire adopté par les plateformes de financement participatif (2).

1) *La mise en place d'un cadre juridique protecteur*

338 Le choix d'un modèle orienté vers la protection des investisseurs en matière de *crowdequity*. Comme indiqué plus haut, pour que les plateformes de *crowdequity* soient réellement adaptées aux particuliers, l'existence d'obligations de bonne conduite pesant sur les prestataires s'avère nécessaire¹⁶¹⁷. Le rôle de l'intermédiaire est dans ce contexte d'une importance particulière notamment pour assurer la protection des investisseurs et pour permettre à ces derniers de sélectionner l'investissement de façon éclairée et de suivre les investissements de manière adaptée¹⁶¹⁸.

La qualification de l'activité exercée par les plateformes sur le plan juridique était cependant loin d'être évidente, même si une grande partie des États européens s'accordaient sur la qualification de service d'investissement¹⁶¹⁹.

¹⁶¹⁷Les investisseurs de détail n'ont par définition que peu d'expérience en matière d'investissement, or l'investissement dans les jeunes entreprises innovante non cotée comportent des difficultés particulières, liées notamment aux informations lacunaires disponibles sur les entreprises non cotées, qui s'avèrent parfois difficiles à combattre même pour un investisseur professionnel.

¹⁶¹⁸ S'agissant de l'importance d'un cadre juridique visant à lutter contre les asymétries informationnelles et en particulier contre les difficultés de sélection et l'aléa moral : CUMMING D.J., VANACKER T., ZAHRA S.A., « *Equity crowdfunding and governance : toward an integrative model and research agenda* », op.cit., p. 39 et 40. La protection des investisseurs est également importante pour éviter le comportement opportuniste des plateformes : HOOGHMSTRAS S.N., *The Perfect Regulation of Crowdfunding What Should the European Regulator Do ?*, op.cit., p.147 et 148. La réglementation des intermédiaires n'est en cependant pas suffisante. Il convient également d'imposer des obligations informationnelles (pour une proposition relative à l'information des investisseurs : HOOGHMSTRAS S.N., *The Perfect Regulation of Crowdfunding: What Should the European Regulator Do ?*, op.cit. 156.

¹⁶¹⁹ S'agissant des possibilités des qualifications juridiques au sens de la directive MiFID : HOOGHMSTRAS S.N., *The Perfect Regulation of Crowdfunding: What Should the European Regulator Do ?* op.cit., p. 145 et s. Une analyse de la perspective du Règlement crowdfunding : S. Hooghiemstra, *The European Crowdfunding Regulation – Towards a harmonization (of Equity and lending based) crowdfunding*, op.cit., p. 4 et s.. Sur la fragmentation du marché européen en matière : Règlement (UE) 2020/1503, consid. 6 et s., European Commission, *Identifying market and regulatory*

Dans un contexte réglementaire européen fragmenté, et en cohérence avec le besoin de protection des investisseurs, le législateur français a défini l'activité des plateformes d'investissement participatif à travers la notion de conseil¹⁶²⁰. Il s'agissait d'un choix stratégique répondant aux particularités du *crowdequity*. Le service de placement non-garanti (qui aurait été une option possible pour les traduire le modèle d'affaire des plateformes d'investissement participatif) consiste, en effet, en un service rendu à un émetteur et n'exige pas nécessairement la mise en place d'un dispositif d'évaluation de connaissance et expérience des investisseurs.

La qualification de l'activité des plateformes exerçant une activité d'investissement participatif (comprenant le *crowdequity*) à travers la notion de conseil en investissement financier semblait un choix plus protecteur. Ce service est tourné vers l'investisseur et exige l'évaluation du profil de risque de ce dernier par rapport à la complexité et aux risques présentés par le produit proposé¹⁶²¹. Le test d'adéquation devant être conduit par un prestataire fournissant le conseil en investissement

obstacles to cross border development of crowdfunding in the EU, op.cit., p. 32 à 42 (le rapport propose également une analyse du cadre juridique propre de certains États membres en Annexe 1).

¹⁶²⁰ Article L.547-1, I. du Code monétaire et financier créé par l'article 1 de l'Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif. Ce choix n'était pas évident, car le service de *crowdequity* comportaient des similarités très importantes avec le service placement non-garanti. Cette qualification potentielle n'était pas sans poser de problème car les prestataires de services d'investissement fournissant le service placement non-garanti (ou garanti) ne sont pas soumis au cadre juridique protecteur propre aux distributeurs de titres financiers (comme abordé plus bas dans le présent paragraphe). L'AMF a établi un certain nombre de critères (existence d'un site internet conforme au Règlement général de l'AMF ; absence de recherche active d'investisseurs ; fourniture du conseil en investissement) permettant de déterminer si l'activité des plateformes de financement participatif peut être caractérisé comme du conseil en investissement participatif. S'agissant de la qualification de l'activité des plateformes de *crowdequity* en France : Position AMF, *Placement non garanti et financement participatif*, DOC – 2014 – 10 ; GRANIER T., « *Le statut des plateformes de souscription des titres financiers* », Bull. Joly Sociétés, n°12, p. 750, 1^{er} décembre 2014.

¹⁶²¹ Nous précisons que, comme en matière de test d'adéquation l'article L.547-9 du Code monétaire et financier faisait référence (même dans sa version issue de l'article 1 de l'ordonnance du 30 mai 2014) à la prise en compte des objectifs investissements du client tel de façon similaire à MiFID II (article 25) et par l'article L.533-13 du Code monétaire et financier en matière de test d'adéquation. MOULIN J.-M., « *Régulation du crowdfunding : de l'ombre à la lumière* », Bull. Joly Bourse- n°07-08, 1^{er} juillet 2014, p. 366 ; MOULIN J.-M., « *Le financement participatif (crowdfunding)* », op.cit., n°152.

financier¹⁶²² est par ailleurs plus protecteur du point de vue des investisseurs que le test d'appropriation propre à d'autres services d'investissements, comme l'exécution d'ordres pour le compte de tiers ou de réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers¹⁶²³. Le choix du législateur semblait cohérent au regard de l'objectif de protection des utilisateurs des plateformes de *crowdequity*. Ces dernières sont, en effet, aisément accessibles par des personnes physiques sans expérience préalable dans l'investissement.

La définition de l'investissement participatif à travers la notion du conseil en investissement a permis au législateur de créer un statut spécifique pour les plateformes de *crowdequity*¹⁶²⁴. Ce statut comprenait des obligations allégées sur le plan

¹⁶²² Ce test été par ailleurs renforcé en 2018 par une mention relative à la prise en compte de la capacité de subir des pertes et la tolérance des risques et par la transmission d'une déclaration d'adéquation au client (Article L.547-9, 4° et 6° du Code monétaire et financier modifié par l'article 9 de l'ordonnance n° 2017-1107 du 22 juin 2017 relative aux marchés d'instruments financiers et à la séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille de celui des entreprises d'investissement). Il s'agit des mesures de protection inspirées de l'article 54 du règlement délégué 2017/ 565 qui est également déclinée au sein de l'article L.533-13 du Code monétaire et financier relatif aux prestataires de service d'investissement fournissant les services de conseil en investissement et gestion de portefeuille. Nous notons cependant que l'article L.547-9 du Code monétaire et financier ne semble pas exiger une l'abstention de recommandation des instruments financiers (qui est pourtant une mesure requise par l'article 54 du règlement délégué 2017/ 565). L'article L.547-9, 6° du Code monétaire et financier a seulement exigé que « *Lorsque les clients ou les clients potentiels ne communiquent pas les informations requises, l'offre ne peut pas être considérée comme adaptée à leur situation* ».)

¹⁶²³ Il convient de noter que les prestataires fournissant les services de réception et transmission d'ordres et d'exécution d'ordres ne sont soumis qu'à un test d'appropriation (article 55 du règlement délégué 2017/ 565). Les différences entre les deux tests sont abordées en détail *supra* n°212. Le test d'appropriation (tel qu'il est décrit au sein de l'article article 55 du règlement délégué 2017/ 565 et au sein de l'article L.533-13 du Code monétaire et financier) ne suppose pas l'évaluation de la situation financière des clients (ou leur capacité de subir des pertes) et n'exige pas de l'envoi d'une déclaration d'adéquation par le prestataire. Les deux tests sont, par ailleurs, inexistantes en matière de placement non-garanti.

¹⁶²⁴ La marge de manœuvre des États membres dans l'aménagement du statut des prestataires fournissant des services de conseil en investissement financier et de réception et transmission d'ordres était important dans la mesure où la directive MIF 1 autorisait la création d'un cadre juridique national pour ces services (Directive 2004/39/CE, Article 3, 1.). Cette liberté a été conservée par la directive MIF 2 qui a cependant mis en place un cadre juridique plus rigide (Directive 2014/65, article 3, 1., b). Les prestataires fournissant du conseil en investissement financier doivent être agréés conformément à l'article 3, 1. de la directive 2014/65 et soumises à des exigences analogues aux entreprises

organisationnel et prudentiel répondant ainsi à un besoin de l'industrie¹⁶²⁵.

Les CIP se sont vus imposés des obligations de bonne conduite allant bien au-delà du test d'adéquation comprenant notamment une obligation de mise en garde¹⁶²⁶ et des obligations relatives aux offres disponibles sur le site internet, qui devaient être suffisamment diversifiées¹⁶²⁷. Les obligations portaient également sur le document d'information¹⁶²⁸ qui devait fournir à l'investisseur les informations essentielles à

d'investissement (Directive 2014/65, article 3, 2.). Le législateur français a fait le choix de maintenir un régime juridique allégé, propre aux conseillers en investissement financier (ils doivent être enregistrés auprès d'une association professionnelle (article L.541-4 du Code monétaire et financier). Le législateur français a ainsi pu mettre en place un régime national propre aux conseillers en investissement participatif (qui fournissent également du conseil en investissement). Le régime propre aux CIF et les changements apportés par MIF 2 : AMF, *MIF 2 Guide conseillers en investissements financiers*, Juin 2018.

¹⁶²⁵ Contrairement au statut d'entreprise d'investissement l'obtention du statut CIP ne nécessitait pas d'agrément mais seulement qu'un enregistrement auprès d'une association professionnelle (article L.547-2 du Code monétaire et financier issu de l'article 1 de l'ordonnance du 30 mai 2024), et ne nécessitait pas la constitution de fonds propres que la conclusion d'un contrat d'assurance de responsabilité civile (en vertu de l'article L.547-5 issu de l'article 1 de l'Ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse et article D.547-3 du Code monétaire et financier issu du décret n° 2016-799 du 16 juin 2016 relatif aux obligations d'assurance de responsabilité civile professionnelle des conseillers en investissements participatifs et des intermédiaires en financement participatif). Sur ce point : GRANIER T., « *Le statut des plateformes de souscription de titres financiers* », Bull. Joly Sociétés - n°12, 1er décembre 2014, p. 752.

¹⁶²⁶ Article L.547-9 du Code monétaire et financier, 5°. MOULIN J-M, « *Le financement participatif (crowdfunding)* », op.cit., n°150.

¹⁶²⁷ Article L.547-9 du Code monétaire et financier, 10° (issu de l'ordonnance n° 2017-1107 du 22 juin 2017 relative aux marchés d'instruments financiers et à la séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille de celui des entreprises d'investissement) ;AMF, Commercialisation des offres de financement participatif, calcul des taux de défaillance et gestion extinctive des plateformes, Position recommandation AMF, DOC 2018-02, n°1, p. 1 et 2. MOULIN J.-M., « *Le financement participatif (crowdfunding)* », op.cit., n°156

¹⁶²⁸ Article L.217-1 du Règlement général de l'AMF (en vigueur à partir du 1^{er} octobre 2014 au juin 2018). Sur ce point : ATTARD J., « *Le financement participatif souscription de titres* », LPA - n°12 - p. 4, 16 janvier 2015. AMF, *Informations à fournir aux investisseurs par l'émetteur et le conseiller en investissements participatifs ou le prestataire de services d'investissement dans le cadre d'une offre de financement participatif*, DOC-2014-12, date d'actualisation : 10 mars 2020 ; AMF, *Modele de document d'information réglementaire synthétique à fournir dans le cadre d'une offre de financement participatif*.

connaître (notamment sur l'organisation de la société¹⁶²⁹).

339 L'interrogation sur l'adéquation du conseil en investissement à l'activité du financement participatif. Le cadre juridique mis en place en matière d'investissement participatif souffrait cependant de certaines incohérences juridiques.

Il était d'abord possible de se demander si l'activité de CIP correspondait réellement au service de conseil en investissement tel qu'il était défini par l'article L.321-1 du Code monétaire et financier. Le caractère personnalisé de la recommandation formulée par les CIP était, pour le moins, contestable¹⁶³⁰. Les sites internet (ou les applications) d'investissement participatif permettent simplement de filtrer des offres de souscriptions en fonction de critères prédéterminés. Cette fonction de filtrage est-elle toutefois suffisante pour caractériser le conseil personnalisé ? Rien n'est moins certain. Ce doute pouvait être renforcé par la position de l'ESMA¹⁶³¹ et de l'AMF¹⁶³² sur la

¹⁶²⁹ Nous notons que la réglementation a imposé la diffusion d'une quantité d'information importante aux plateformes de *crowdequity*. Ce document semblait particulièrement adapté aux investisseurs particuliers notamment en ce qu'elles comprenait des éléments sur la description du projet (ancien article L.217-1, 1^o du Règlement général de l'AMF (en vigueur le 1^{er} octobre 2014), des précisions sur les droits que les investisseurs obtiendront suite à la souscription comprenant « *les pactes organisant la liquidité des titres* » (ancien article L.217-1, 4^o et 5^o du Règlement général de l'AMF) et une description des risques spécifiques au projet (ancien article L.217-1, 7^o du Règlement général de l'AMF).

¹⁶³⁰ S'agissant l'absence du caractère personnalisé de la recommandation (qui est un élément de définition du conseil en investissement financier au sens de l'article D.321-1 du Code monétaire et financier) : GRANIER T., « *Le statut des plateformes de souscription de titres financiers* », op.cit. p.751 ; Le Fur, *Le crowdfunding : Le cadre juridique national et le futur cadre juridique européen*, op.cit., p. 6, section I, B), 2).

¹⁶³¹ Il ressort des lignes directrices de l'ESMA que la notion du conseil est étroitement liée à la notion de recommandation personnalisée et l'émission d'une opinion de la part du conseiller afin de distinguer les offres plus ou moins adaptés. Les lignes directrices de CESR : « *A critical factor would be whether the process is limited to assisting the person to make his own choice of product which has particular features which the person regards as important: if this is the case then it is unlikely that the process will involve a personal recommendation.* » (CESR, *Understanding the definition of advice under MiFID*, Questions & Answers, p. 8, question 24).

¹⁶³² Dans la question 2 de sa position sur la notion du conseil en investissement (AMF, *Questions-réponses sur la notion de services d'investissement de conseil en investissement*, Position AMF, DOC-2008-23, date de modification : 18 octobre 2019) l'AMF a précisé que le seul fait de faire remplir un client un formulaire et de communiquer des informations publiées par les sociétés ou des annonces et expliquer les avantages d'un ou plusieurs instruments financiers déterminés tomberaient en dehors du

notion de conseil en investissement. Malgré ces incertitudes la définition du conseil en investissement participatif renvoyait, sous le régime instauré par l'ordonnance du 30 mai 2014, à la définition du conseil en investissement¹⁶³³.

Le modèle d'affaire des plateformes d'investissement participatif semblait, par ailleurs, également présenter des différences avec celui des prestataires de service fournissant le service de conseil en investissement. Le service de conseil en investissement est un service rendu à l'investisseur. Or, le service d'investissement participatif semble être rendu à la fois à l'investisseur et à l'émetteur¹⁶³⁴.

Notons enfin que l'association de la notion de conseil en investissement (défini à l'article L.321-1, 5° du Code monétaire et financier) et de financement participatif peut sembler artificielle et peut aboutir à dénaturer la notion de conseil en investissement. En effet, les produits mis en avant par les conseillers en investissement participatif n'auraient probablement pas été recommandés par un conseiller en investissement financier à des investisseurs particuliers n'ayant peu ou pas d'expérience en matière d'investissement.

2) Une protection renforcée par le règlement européen de crowdfunding

340 Le changement opéré dans la définition des services fournis par les plateformes.

Après des longues années de négociation le législateur européen a mis en place un règlement

périmètre de la notion du conseil en investissement. La position confirme que la notion du conseil est étroitement liée à l'émission d'une opinion de la part du conseiller.

¹⁶³³ L'article L.547-1, I. du Code monétaire et financier renvoyait au 5 de l'article L.321-1 du Code monétaire et financier. Un conseiller en investissement financier n'aurait probablement pas recommandé un projet mis en avant par une plateforme de participatif. Sur l'adéquation de la définition du conseil en investissement aux CIP : GRANIER T., « *Le statut des plateformes de souscription de titres financiers* », op.cit., p. 751

¹⁶³⁴ Les plateformes de *crowdequity* semblent fournir un service à l'émetteur dans la mesure où elles accompagnent l'émetteur de titre au cours de la levée de fonds. En outre, dans la majorité des cas, les plateformes de *crowdequity* semblent se rémunérer sur les fonds levés (ce qui présente *in fine* un coût pour l'émetteur). La plateforme semble cependant également fournir un service aux investisseurs dans la mesure où elle met à leur disposition d'une plateforme et les met relation avec la société levant des fonds. Les services fournis aux investisseurs ne sont cependant souvent pas rémunérés.

européen qui a permis l'harmonisation du cadre juridique du *crowdequity* au sein de l'Union européenne¹⁶³⁵. Dans le cadre de l'élaboration du Règlement *crowdfunding* le législateur européen retenu une position différente de celle du législateur français quant à la qualification juridique des services rendus par les plateformes d'investissement participatif. L'activité de ces dernières était désormais caractérisée à travers les services de placement non-garanti et de réception-transmission d'ordres¹⁶³⁶. L'introduction du placement non-garanti dans le périmètre des services fournis par les plateformes de *crowdfunding* a permis de répondre à l'incohérence juridique qui existait entre la réalité du service fourni par les plateformes et la qualification juridique de ce dernier.

Le cadre juridique européen n'a-t-il pas pour autant pas provoqué un nivellement vers le bas des exigences de bonnes conduites des plateformes d'investissement participatif ?

Il nous semble possible de répondre à cette question par la négative. Le degré élevé de protection accordée aux investisseurs en matière de *crowdequity* a été conservé et même renforcé par la création d'un test de connaissance *ah-hoc*, qui s'apparente davantage à un test d'adéquation qu'à un test d'appropriation.

341 La mise en place d'un test de connaissance spécifique. En distinguant les investisseurs avertis des non-avertis, le Règlement *crowdfunding* a permis la mise en place un test de connaissance spécifique au domaine du financement participatif¹⁶³⁷. Si l'obligation

¹⁶³⁵ Cette évolution a notamment permis la généralisation de la diffusion des fiches d'informations clés relatives aux offres dans des langues des États membres (ou dans une langue acceptée par les autorités des États membres) en vertu de l'article 23, 3 Règlement (UE) 2020/1503. Le règlement a également permis de clarifier les moyens d'actions attribuant la responsabilité pour les informations diffusées au sein de la fiche d'information clé aux porteurs de projet en vertu de l'article 23, 9 et 10 du Règlement (UE) 2020/1503 (une critique sur ce point : LUCCHESI M., « Ordonnance du 22 décembre 2021 sur le financement participatif : impact du règlement européen sur le crowdfunding en droit français », op.cit., p. 31 à 36, n°34 à 38).

¹⁶³⁶ Règlement (UE) 2020/1503, Article 2, 1, a), ii. Le conseil en investissement a été d'ailleurs exclu du périmètre d'activité des plateformes par le règlement (Règlement (UE) 2020/1503, consid. 21). Sur ce point : LUCCHESI M., « Ordonnance du 22 décembre 2021 sur le financement participatif : impact du règlement européen sur le crowdfunding en droit français », op.cit. p. 4 et 5, n°44 à 46.

¹⁶³⁷ Règlement (UE) 2020/1503, Annexe II.

comporte des caractéristiques communes avec le test d'appropriation (connu en matière de d'exécution d'ordres pour le compte de tiers et de réception-transmission d'ordres), elle est plus exigeante que ce dernier¹⁶³⁸. En outre, comme le test d'adéquation, le test de connaissance propre aux plateformes de *crowdfunding* nécessite la prise en compte de la situation financière du client¹⁶³⁹.

342 Les obligations de conduite renforcées et supplémentaires mises en place par le Règlement *crowdfunding*. Tout comme les CIP, les plateformes doivent mettre à disposition des investisseurs un outil permettant de simuler leur capacité à supporter des pertes qui doit être équivalent à 10% de leur patrimoine net¹⁶⁴⁰. Le Règlement *crowdfunding* renforce cette exigence : les investisseurs doivent déclarer qu'ils ont reçu la simulation en question¹⁶⁴¹.

Une protection encore plus poussée (et inexistante au sein du test d'adéquation « classique »), bénéficie aux investisseurs qui souhaitent placer un montant supérieur à 1000 euros (ou 5% de leur patrimoine) dans une offre de financement participatif. Ces derniers doivent recevoir un avertissement de risque supplémentaire, donner un consentement explicite et apporter la preuve de la compréhension des risques inhérents au financement du projet¹⁶⁴².

¹⁶³⁸ Le Règlement délégué (UE) 2022/2114 aborde le sujet de la fiabilité des informations communiquées (article 3) et les modalités de communication de l'avertissement destiné aux clients (article 4) outre les éléments que nous mentionneront ultérieurement. Ces aspects ne sont à notre connaissance pas détaillés dans le règlement délégué 2017/565 ou dans l'article 25 de la directive MiFID 2.

¹⁶³⁹ Règlement (UE) 2020/1503, Article 21, 2 ; Règlement délégué (UE) 2022/2114, article 3,1.

¹⁶⁴⁰ Cette disposition semble similaire à celle incombant aux conseillers en investissement en ce qu'elle spécifie la base du calcul à réaliser par les prestataires (Règlement (UE) 2020/1503, Article 21, 5). Règlement délégué (UE) 2022/2114, article 7.

¹⁶⁴¹ Règlement (UE) 2020/1503, Article 21, 6.

¹⁶⁴² Règlement (UE) 2020/1503, Article 21, 7.

En outre, nous noterons l'apparition de certaines obligations comme le délai de réflexion précontractuel¹⁶⁴³ ou le devoir de diligence pesant sur la plateforme¹⁶⁴⁴. Ce devoir reste cependant extrêmement légère et se résume à une vérification de l'honorabilité du porteur de projet¹⁶⁴⁵. Ce devoir de diligence doit donc de notre point de vue être distingué de la *due diligence* qui a pour objet d'évaluer la qualité d'une entreprise, sa santé financière et son potentiel de croissance.

Enfin, la réglementation européenne a conservé les mesures protectrices des investisseurs applicables aux CIP. Le règlement exige la publication d'un document d'information mis à la disposition des investisseurs, désormais appelé « *fiche d'information clé* », (qui contient pour l'essentiel les mêmes informations que celles requises pour les CIP)¹⁶⁴⁶ et mis à la charge de la plateforme des obligations d'information à caractère général à l'égard des clients¹⁶⁴⁷.

Ces mesures semblent prendre en compte le risque parfois très élevé des projets portés et l'absence fréquente d'expérience des utilisateurs des plateformes d'investissement participatif. Elles ne garantissent toutefois pas une protection suffisante au regard des investisseurs notamment au regard des spécificités des jeunes entreprises innovante.

¹⁶⁴³ Règlement (UE) 2020/1503, Article 22.

Règlement (UE) 2020/1503 Article 5. Il convient de préciser que l'article L.547-9, 10° du Code monétaire et financier comporte des similarités avec l'obligation de diligence de l'article 5 du règlement (UE) 2020/1503.

¹⁶⁴⁴ Règlement (UE) 2020/1503 Article 5.

¹⁶⁴⁵ Règlement (UE) 2020/1503 Article 5, 2.

¹⁶⁴⁶ Règlement (UE) 2020/1503, Article 23. S'agissant du document devant être publié aux CIP voir *supr* n°n°296. La nouvelle fiche d'information clé reste cependant plus précise en ce qui concerne des informations financières relatives à la société (Règlement délégué (UE) 2022/2119 de la Commission du 13 juillet 2022 complétant le règlement (UE) 2020/1503 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant la fiche d'informations clés sur l'investissement (Annexe, partie A, d), e)), les facteurs de risque (partie C) et les droits des investisseurs (partie F).

¹⁶⁴⁷ Ces obligations restent cependant moins exigeantes que les dispositions applicables aux CIP : l'article 19 du Règlement (UE) 2020/1503 n'exige notamment pas de diversification des projets résultant de l'ancien article L.547-9, 10° du Code monétaire et financier (dans sa dernière version avant l'abrogation).

B) L'insuffisance du dispositif français et européen pour lutter contre la qualité d'information dégradée des investisseurs (par rapport aux *business angels* ou aux professionnels de l'investissement)

343 Un cadre juridique ne permettant pas de pallier les insuffisances du *crowdequity* en matière d'évaluation. Dans le cadre d'une campagne de *crowdfunding* les porteurs de projet sont dans une situation de dépendance très importante vis-à-vis de la plateforme de financement participatif. Certaines obligations, notamment la *due diligence* individualisée menée par les investisseurs semblent techniquement inenvisageables en matière de *crowdequity*. Les investisseurs restent tributaires des diligences réalisées par la plateforme quant à la sélection du projet mais également quant à leurs moyens de communication.

Si les plateformes doivent agir de manière « *honnête, équitable et professionnelle, au mieux des intérêts de leurs clients* »¹⁶⁴⁸ et doivent respecter des dispositions relatives à la gestion des conflits d'intérêt¹⁶⁴⁹ (qui réduit dans une grande mesure le comportement potentiellement opportuniste des plateformes), elles ne semblent pas soumises à une obligation de *due diligence* (relative à l'évaluation de la qualité des projets) qui paraît toutefois essentielle en cas d'investissement dans une jeunes entreprises (1).

Le suivi de l'investissement peut également présenter une difficulté majeure pour l'investisseur, étant donné son absence de possibilité de négocier les termes de son investissement avec l'entreprise cible. Ainsi, il est également nécessaire d'examiner si la réglementation applicable prévoit des mesures relatives à la protection des investisseurs sur ce point (2).

¹⁶⁴⁸ Règlement (UE) 2020/1503, Article 3, 2.

¹⁶⁴⁹ Règlement (UE) 2020/1503, Article 8 ; Règlement délégué (UE) 2022/2111 de la commission du 13 juillet 2022 complétant le règlement (UE) 2020/1503 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation précisant les exigences applicables aux prestataires de services de financement participatif en matière de conflits d'intérêts.

1) *La due diligence des projets admis sur la plateforme*

344 Absence d'information sur les critères de due diligence et sur les méthodes de valorisation. La nécessité de réaliser une *due diligence* appropriée et d'évaluer les sociétés cibles semble une évidence pour les plateformes de financement participatif.

Ce processus n'est toutefois aucunement standardisé sur le plan réglementaire, dans le cadre juridique actuel, ce qui ne permet pas aux investisseurs de comprendre (sauf en cas d'initiative volontaire de la part de la plateforme) selon quels critères les projets à financer sont sélectionnés¹⁶⁵⁰. Or, les critères de sélection des projets restent la clé de voute en matière de financement des *start-up* et sont particulièrement importants pour les investisseurs qui se trouvent dans une situation de dépendance vis-à-vis de la plateforme de financement participatif¹⁶⁵¹.

L'absence de volonté de standardiser le processus de *due diligence* réalisé par les plateformes de *crowdequity* (ou de publier les critères retenus pour sélectionner les projets) semble étonnante en comparaison avec des exigences imposées aux plateformes de *crowdlending*. Ces dernières doivent obligatoirement communiquer les

¹⁶⁵⁰ Alors que dans le cadre juridique antérieur et à partir de l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 30 mai 2014 l'article L.547-9, 2° du Code monétaire et financier a imposé aux plateformes de *crowdequity* de publier sur un site internet les critères de sélection des projets le règlement (UE) 2020/1503 ne semble comporter aucune précision à cet égard. En outre les CIP devaient « évaluer un éventail suffisant d'offres de titres disponibles sur le marché qui sont suffisamment diversifiés quant à leur type et à leurs émetteurs ou à leurs fournisseurs pour garantir que les objectifs d'investissement de leurs clients puissent être atteints de manière appropriée » en vertu de L.547-9, 10° du Code monétaire et financier (l'exigence mise en place par l'article 9 de l'Ordonnance n° 2017-1107 du 22 juin 2017). Il nous semblait, dans le cadre juridique antérieur, possible de parler de *due diligence* en matière de *crowdequity* (certaines publications font en effet référence à une procédure de *due diligence* MOULIN J.-M., « Régulation du crowdfunding : de l'ombre à la lumière », op.cit. p. 366 ; J MOULIN J.-M., « Le financement participatif (crowdfunding) », op.cit., n°132 et 154. Le règlement (UE) 2020/1503 ne comporte pas de dispositions similaires.

¹⁶⁵¹ Sur la nécessité d'une due diligence : CUMMING D.J., JOHAN S., ZHANG Y., « *The Role of Due Diligence in Crowdfunding* », op.cit., p. 10 à 12, n°7. Sur le rôle de *due diligence* en *crowdequity* : KOFFEL S., « *Equity-Crowdfunding : le rôle, caractéristiques et enjeux de l'accès au financement complémentaire* », op.cit., p. 60 et s., n°2.4.1.

critères employés pour le *scoring* des projets à leurs clients¹⁶⁵². Il est également possible de mentionner comme point de comparaison les fonds de capital-investissement qui doivent également publier un document d'information clé à destination des investisseurs (DICI) comprenant les critères de sélection appliqués pour la sélection des projets¹⁶⁵³.

Le Règlement *crowdfunding* reste, en outre, silencieux sur le point de la valorisation et sur la formation du prix en matière de *crowdequity* contrairement au *crowdlending*. Les plateformes de *crowdlending* ont en effet l'obligation de garantir que le prix fourni est « *correct et approprié* »¹⁶⁵⁴.

345 L'absence d'obligation de faciliter l'échange entre les porteurs de projets et les investisseurs. La réglementation *crowdfunding* ne vise pas à faciliter l'échange entre les investisseurs et les porteurs de projets, bien que l'importance de la communication en matière de *crowdequity* soit soulignée par de nombreux auteurs et que l'évaluation du management reste l'un des points clés en matière de sélection de *start-up*. Cela est d'autant plus regrettable que la communication bilatérale pourrait permettre aux investisseurs de mieux comprendre le *business model* du porteur de projet et de vérifier les éléments d'informations essentiels relatifs à la société cible pour prendre une décision d'investissement.

Il nous semblerait utile de faire évoluer le cadre réglementaire sur ce point. Il pourrait être pertinent de permettre aux investisseurs de demander la communication de certains documents sociaux (comme les statuts ou les pactes d'actionnaires) à travers des canaux de communication sécurisés. La possibilité d'obtenir des éléments justificatifs serait, de notre point de vue, en effet en cohérence avec le contenu de la fiche d'information clé qui exige la communication des clauses régissant les droits des investisseurs ou sur l'existence d'éventuels pactes d'actionnaires¹⁶⁵⁵.

¹⁶⁵² Article 19, 6 du règlement (UE) 2020.1503.

¹⁶⁵³ Abordé *supra* n°213.

¹⁶⁵⁴ Règlement (UE) 2020/1503, Article 19, 7., c).

¹⁶⁵⁵ Règlement délégué (UE) 2022/2119, Annexe, partie F.

2) *Les lacunes liées au suivi de l'investissement*

346 Les lacunes du cadre réglementaire applicable. Alors que les *business angels* et les professionnels du capital-risque assurent le suivi et le contrôle de leurs investissements à travers des clauses spécifiques les investisseurs utilisant les plateformes de financement participatif restent privés de la possibilité d'aménager leur relation avec la société cible.

Le cadre juridique actuel ne pallie pas ces inconvénients résultant de la position de l'investisseur. En effet, aucune obligation informationnelle ou de bonne conduite ne pèse sur les plateformes de financement participatif concernant le suivi de l'investissement et ce même en cas de constitution d'une SPV¹⁶⁵⁶. Il convient de rappeler que dans le cadre juridique national, antérieur à l'entrée en vigueur du Règlement *crowdfunding*, les plateformes avaient l'obligation de s'assurer que les investisseurs n'étaient pas lésés et « *qu'ils dispos[ai]ent des informations nécessaires à l'appréciation de leur investissement* »¹⁶⁵⁷ en cas de constitution d'un SPV. L'article évoquait la possibilité que les clients puissent, le cas échéant, être destinataires du rapport du commissaire aux comptes¹⁶⁵⁸. Les obligations informationnelles en matière de suivi de l'investissement étaient toutefois inexistantes en l'absence de constitution d'un véhicule *ad-hoc*.

Il semble surprenant que le cadre juridique actuel n'impose aucune obligation en matière de suivi aux plateformes de *crowdequity*. Cette lacune est d'autant plus étonnante qu'en pratique les plateformes de *crowdequity* accompagnent fréquemment les investisseurs et que de obligations de suivi existent en matière de *crowdlending* (notamment en lien avec l'évaluation du prêt¹⁶⁵⁹). Nous notons par ailleurs que ni le législateur français ou européen n'a imposé une obligation similaire à la

¹⁶⁵⁶ L'article relatif aux SPV (Article 3, 6 du Règlement (UE) 2020/1503) reste muet sur les responsabilités éventuelles des plateformes dans la gestion ou l'administration du véhicule).

¹⁶⁵⁷ L'article L.547-9, 9° du Code monétaire et financier (exigence instaurée par l'ordonnance du 30 mai 2014).

¹⁶⁵⁸ L'article L.547-9, 9° du Code monétaire et financier.

¹⁶⁵⁹ Règlement (UE) 2020/1503, Article 4, 4., e).

communication sur les taux de défauts¹⁶⁶⁰ aux plateformes de *crowdequity* contrairement aux plateformes qui exercent une activité de *crowdlending*. Certes, le « défaut » (qui peut être traduit en droit français par la déchéance du terme) n'existe pas en présence d'un titre de capital et la notion de la « *perte de l'investissement* » reste elle-même délicate à caractériser. Il est cependant possible de se demander s'il ne serait opportun de publier une liste des acteurs faisant l'objet d'une procédure collective parmi ceux ayant levé des fonds via la plateforme (cela permettra de garantir un même niveau de sécurité aux investisseurs qu'aux utilisateurs des services de *crowdlending*).

Les plateformes de *crowdequity* disposent donc aujourd'hui d'une liberté complète quant aux informations ou aux services qu'elles souhaitent fournir aux investisseurs après la réalisation de l'investissement. Cela est susceptible de donner lieu à des diligences à géométrie variable et peut présenter un véritable risque du point de vue des particuliers. L'exercice des droits politiques ou financiers de ces derniers pourrait se heurter à des nombreux obstacles et notamment à ceux de la langue ou de l'absence de connaissance d'un droit étranger, en présence d'investissement transfrontières¹⁶⁶¹.

Nous notons néanmoins qu'avant la réalisation de l'investissement les investisseurs obtiennent des précisions sur les droits attachés aux titres, des informations sur les clauses restreignant la cession des droits sociaux, et celles relatives à la sortie dans la fiche d'information clé¹⁶⁶² au sein d'un document d'information disponible dans la langue de l'État membre où le service est fourni¹⁶⁶³.

¹⁶⁶⁰ Règlement (UE) 2020/1503, Article 20 (dans le cadre juridique antérieur : article R.548-5, 3, b) du Code monétaire et financier (instauré par l'article 1 du décret n° 2014-1053 du 16 septembre 2014 relatif au financement participatif).

¹⁶⁶¹ L'investissement dans une société non cotée immatriculée à l'étranger peut augmenter l'incertitude de l'investisseurs quant aux obligations d'informations dont il est titulaire ou encore quant aux modalités d'exercice de ses droits sociaux ou encore de la procédure applicable en matière d'insolvabilité.

¹⁶⁶² Règlement délégué (UE) 2022/2119, Annexe, partie F (Dans la partie a) l'émetteur décrit les principaux droits attachés aux valeurs mobilières ; dans la partie b) les restrictions auxquelles sont soumises les valeurs mobilières et dans la partie c) la possibilité pour l'investisseur de sortir de l'investissement).

¹⁶⁶³ Règlement (UE) 2020/1503, Article 23, 2.

En outre, le cadre juridique européen nous semble garantir le comportement honnête, loyal et professionnel de la plateforme¹⁶⁶⁴ l'exactitude et la clarté des informations transmises aux investisseurs après la réalisation de l'opération de prise de participation¹⁶⁶⁵.

347 Quelques propositions en matière de suivi de l'investissement. En guise de propositions, nous pensons qu'il pourrait être utile de mettre en place des règles propres aux plateformes de financement participatif en matière d'informations « *post-investissement* ».

Afin d'encadrer l'activité de suivi réalisée par certaines plateformes, le législateur européen pourrait étendre le périmètre des obligations d'informations des plateformes à celles relatives à l'exercice des droits des investisseurs (l'information des investisseurs en cas de convocation à des assemblées générales) et à celles liées aux éventuelles opportunités de sorties. Enfin, il pourrait être utile d'exiger la transmission d'un avertissement aux investisseurs en cas d'ouverture d'une procédure collective.

¹⁶⁶⁴ En vertu de l'article 19, 1 du Règlement (UE) 2020/1503 toutes les informations transmises aux clients doivent être « *correctes, claires et non-trompeuses* ». Dans la mesure où le Règlement *crowdfunding* propose une définition large de la notion du client l'article 2, 1., g) du Règlement (UE) 2020/1503 nous considérons que les obligations des plateformes portent également les investisseurs qui ont déjà réalisé leur investissement mais reçoivent des prestations en matière de suivi de l'investissement de la plateforme.

¹⁶⁶⁵ En vertu de l'article 19, 1. du Règlement (UE) 2020/1503 toutes les informations transmises aux clients doivent être « *correctes, claires et non-trompeuses* ».

Conclusion du Chapitre II

348 L'investissement direct dans les titres non coté ouvert aux particuliers. Le changement apporté par le *crowdequity* est avant tout un changement d'intermédiaires. L'organisation du marché des titres de capital non cotés a eu lieu grâce à l'émergence des intermédiaires spécialisés dans les titres non cotés, qui disposent d'une expertise pour trouver et sélectionner des offres de levées de fonds envisagées par les jeunes entreprises.

L'organisation du marché des titres de capital non cotés opérée par les plateformes de *crowdequity* profite avant tout aux particuliers qui peuvent désormais investir dans une nouvelle catégorie d'actifs (les titres non cotés). Les *start-up* bénéficient également des changements opérés par le *crowdequity* dans la mesure où elles ont désormais accès à nouveau bassin d'investisseurs. Elles peuvent en outre être accompagnées par les intermédiaires spécialisés. Eu égard à ce qui précède, le *crowdequity* nous semble faire partie des instruments les plus adaptés au financement des jeunes entreprises innovantes.

349 Un moyen de financement adapté aux particuliers ? Il convient cependant de mentionner que le *crowdequity* présente un moyen de financement particulièrement risqué compte tenu de l'illiquidité des titres non cotés. Les difficultés liées à la sortie du capital des investisseurs constituent, en effet, un frein important au développement du *crowdequity* et peut s'avérer peu incitatif pour les particuliers.

En outre, nous constatons que les investisseurs participant à des campagnes de *crowdequity* n'ont pas une position aussi favorable que celle des capitaux-risqueurs, intervenant fréquemment dans les opérations de financement des *start-up*. En effet, la capacité des investisseurs particuliers à évaluer le potentiel de croissance et à suivre l'évolution des jeunes pousses émettrices reste incertaine.

350 La réponse formulée par le cadre juridique français. Le cadre juridique français et européen, malgré la présence de nombreuses obligations de bonne conduite, comportent encore aujourd'hui des lacunes en matière de protection des investisseurs.

Le législateur européen a notamment mis en place un test d'adéquation spécifique aux plateformes de financement participatif qui est susceptible de favoriser la protection des investisseurs.

Le législateur n'a cependant pas prévu de mesures de protection en matière de *due diligence* et d'obligations liées au suivi de l'investissement. Or, ces diligences semblent avoir une importance particulière en matière de financement des *start-up*.

Conclusion du Titre I

351 Les *crowdlending* et le *crowdequity* des opportunités pour les *start-up*. Le *crowdlending* et le *crowdequity* donnent accès aux *start-up* à des nouveaux canaux de financement. Grâce au *crowdlending* le crédit bancaire devient désormais un outil alternatif parmi d'autres pour les jeunes pousses souhaitant obtenir un financement par crédit. Le *crowdequity* permet aux particuliers d'avoir des expositions directes aux titres non cotés, ce qui n'était possible que dans les cas exceptionnels jusqu'aux années 2010. Ces nouveaux canaux présentent des réels atouts du point de vue des petites et moyennes entreprises également en raison du *business model* des intermédiaires. Ces derniers sont fréquemment spécialisés dans le financement des jeunes entreprises.

352 Les opportunités limitées. Les opportunités que présentent ces nouveaux canaux de financement pour les jeunes pousses semblent toutefois limitées. Le financement des *start-up* par *crowdlending* semble se heurter à des obstacles résultant du cadre juridique mis en place par le Règlement *crowdfunding*. Le règlement européen exige en effet que l'ensemble des plateformes proposant du financement par prêt à intérêt mette en place un dispositif d'évaluation du risque de crédit similaire à celui applicable en matière bancaire. S'agissant du *crowdequity*, ce dernier moyen de financement ne donne qu'une réponse très peu efficace à la question de l'illiquidité des titres de capital non cotés. Or, cette contrainte peut priver ce moyen de financement de son intérêt pour une grande partie des investisseurs, notamment particuliers.

353 Une protection des investisseurs moins efficace qu'en présence de moyen de financement traditionnels. En outre, si ces nouveaux canaux de financement présentent des avantages pour les jeunes pousses, ils ne sont pas nécessairement favorables à la protection des investisseurs.

C'est le cas notamment en matière de *crowdequity*. Même si l'activité des nouveaux intermédiaires semble plus adaptée au financement des jeunes entreprises que celle des intermédiaires « *traditionnels* » ce moyen de financement présente des risques élevés

pour les investisseurs particuliers en raison de l'absence de *due diligence* obligatoire en amont de l'investissement et de suivi par l'investisseur.

Ces risques nous semblent d'autant plus conséquents que les investisseurs participant à une campagne de *crowdequity* sont, dans une grande mesure, des personnes n'ayant pas d'expérience en matière d'investissement.

354 *Crowdlending* et *crowdequity* : des moyens de financement victimes des insuffisances en matière de protection des investisseurs. Le financement par *crowdfunding* est aujourd'hui perçu comme une évolution des techniques de financement et non pas comme une véritable révolution. Il est possible de se demander si l'absence du succès escompté du *crowdlending* et du *crowdequity* n'est pas liée à la position fragile des prêteurs et des investisseurs dans le cadre des opérations de *crowdfunding*. En effet, en l'absence de retour sur investissement (ou de retour sur investissement insuffisant), les particuliers peuvent décider de faire fructifier leur épargne par d'autres moyens que le *crowdfunding*. Le risque de l'effacement lent du *crowdlending* et *crowdequity* souligne l'importance du cadre réglementaire qui doit aussi avoir pour objectif d'améliorer l'efficacité des nouveaux moyens de financement.

TITRE II : LES MOYENS DE FINANCEMENT FONDES SUR LES NOUVEAUX PRODUITS DE FINANCEMENT

355 L'émergence des nouveaux produits de financement : les produits utilitaires.

Comme les nouveaux canaux de financement, les nouveaux produits sont fréquemment issus d'une évolution pratique. Il en était ainsi concernant à la création de produits de financement basés sur la vente des biens ou services futurs, que nous désignerons comme des « *produits utilitaires* » ou « *produits de financement utilitaires* ».

Les obligations pesant sur la société levant des fonds à travers des produits utilitaires se différencient de celles connues en matière de crédit ou de capital¹⁶⁶⁶. Dans ces derniers cas, la société s'engage au versement d'une somme en monnaie ayant cours légal ou à la vente d'un titre de capital ou donnant accès au capital d'une société. Tel n'est pas le cas en présence d'un produit utilitaire. Les biens ou services auxquels donnent droit les produits utilitaires ne peuvent être des biens ou services à caractère financier ou de nature monétaire.

Nous aborderons deux moyens de financement qui emploient des produits utilitaires dans le présent titre : le financement participatif par l'attribution d'une « *récompense* »¹⁶⁶⁷ (« *reward based crowdfunding* ») et l'offre au public de jetons. Ces moyens de financement sont basés respectivement sur les produits à vocation utilitaire les droits à une récompense et les jetons utilitaires¹⁶⁶⁸.

¹⁶⁶⁶ L'obligation d'une société débitrice ayant emprunté à intérêt est le remboursement l'intérêt et le principal. L'obligation d'une société ayant levé des fonds par émission de titres de capital est le transfert de propriété des titres de capital. Par la suite les investisseurs restent titulaires des droits (potentiellement supplémentaires par rapport aux associés ordinaires à travers de clauses des statuts ou des pactes d'actionnaires).

¹⁶⁶⁷ Dans le cadre de la présente thèse nous désignerons les produits commercialisés en contrepartie des sommes versées par des investisseurs dans le cadre d'une campagne de *crowdfunding* comme des « *récompenses* ».

¹⁶⁶⁸ Dans le cadre de la présente thèse nous comprenons sur l'expression jeton uniquement les jetons tels qu'ils sont définis au sein de l'article L.54-10-1 alinéa 1 Code monétaire et financier.

356 Le *reward based crowdfunding*. L'émergence du *reward based crowdfunding* semble un moyen de financement intrinsèquement lié à une innovation technologique et paraît résulter, notamment, de la popularisation de l'accès à internet.

La nouveauté principale de ce moyen de financement par rapport aux autres des moyens de financement basés sur le *crowdfunding* réside dans les produits de financement utilisés dans le cadre des campagnes de *reward based crowdfunding*.

Le *reward based crowdfunding* permet d'utiliser les droits à la livraison d'un bien ou d'un service créé par l'entreprise comme des produits de financement. Ces droits sont accordés aux participants d'une campagne de *reward based crowdfunding* en vertu d'un contrat de vente de droit commun.

Nous précisons que dans le cadre de notre étude nous aborderons seulement le *reward based crowdfunding* par vente de biens ou services. Nous excluons donc expressément de notre analyse les opérations de *reward based crowdfunding* qui consistent à lever des fonds en contrepartie d'un avantage symbolique.

Nous rappelons néanmoins que nombre de plateformes de financement participatif exercent à la fois une activité de *reward based crowdfunding* par attribution d'une récompense symbolique et par prévente du bien ou service¹⁶⁶⁹. La séparation entre les deux activités nécessiterait une analyse au cas par cas du contrat conclu avec les contributeurs ou des acheteurs¹⁶⁷⁰.

¹⁶⁶⁹ C'est le cas d'Ulule (<https://fr.ulule.com/>) qui propose des opérations de prévente à côté des collectes de dons et des campagnes permettant de financer des projets par l'attribution des récompenses symboliques aux *backers*. C'est également le cas de KissKissBankBank (<https://www.kisskissbankbank.com/>) qui propose une configuration similaire à Ulule. Le modèle d'affaire de la société Tipee (<https://fr.tipee.com>) semble également difficile à catégoriser (la plateforme semble également permettre par prévente et par l'attribution d'une récompense symbolique <https://fr.tipee.com/>).

¹⁶⁷⁰ En droit français l'incertitude est accentuée par la terminologie employé par le Code monétaire et financier qui ne définit pas la notion de la récompense et fait seulement fait référence au financement participatif par le don (article L.548-1, 1° à 3° du Code monétaire et financier).

357 Le financement par jetons. Les jetons (ou *utility tokens*) correspondent à une catégorie d'actifs numériques¹⁶⁷¹. Bien que le financement par offre au public de jetons comporte des similarités avec le *reward based crowdfunding*, ce moyen de financement présente des caractéristiques uniques. Comme les participants à une campagne de *reward based crowdfunding* les titulaires de jetons ont le droit d'obtenir un produit ou l'accès un service futur¹⁶⁷².

Cependant, contrairement, aux droits à une récompense accordés aux participants dans le cadre d'une campagne de *reward based crowdfunding*, les jetons forment une catégorie juridique définie par la loi. De plus, ils sont également matérialisés sur le plan technique au sein d'un registre distribué¹⁶⁷³. La définition légale des contours juridiques et l'enregistrement des jetons sur un registre distribué confèrent de sérieux avantages aux *tokens* par rapport aux produits de financement utilisés dans le cadre d'une campagne de *crowdfunding*. En effet, les détenteurs de jetons possèdent des actifs facilement transmissibles qui sont fréquemment négociés sur des plateformes de négociation. Ainsi les titulaires des jetons peuvent réaliser une plus-value par la cession de leurs actifs¹⁶⁷⁴.

¹⁶⁷¹ Article L.54-10-1, 1° du Code monétaire et financier.

¹⁶⁷² Si le droit aux biens ou services futurs ressort de la lecture conjointe des articles L.54-10-1, 1° et L.552-1 du Code monétaire et financier.

¹⁶⁷³ Le développement des jetons utilitaires et des actifs numériques a donné lieu au développement d'une nouvelle infrastructure technologique décentralisée permettant la transmission des actifs différente de celle construit directement sur le réseau internet. (Sur la blockchain et les crypto-actifs : HM Treasury, Financial Conduct Authority, Bank of England, *Cryptoassets taskforce*, final report, October 2018, p. 8 à 11, n°2.1 à n°2.1.1). Cette nouvelle infrastructure est le réseau de registres distribués (ou « *blockchain* ») dont l'un des premiers cas d'usage étaient les actifs numériques (le premier étant le bitcoin donc les fonctionnalités sont été décrites dans son *whitepaper* : NAKMOTO S., Bitcoin: « *A Peer-to-Peer Electronic Cash System* », disponible sur : <https://bitcoin.org/>). Sur l'apparition du bitcoin et les applications ultérieurs des crypto-actifs : SARHAN H., « *Crypto-assets : An Overview* », Econ committee, June 2020, p. 5 et s. Sur les différentes applications de la blockchain : HOUBEN R., SNYERS A., « *Cryptocurrencies and blockchain, Legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasion* », European Parliament, July 2018, p. 19 et 20).

¹⁶⁷⁴ Nous employons l'expression d'investissement au sens large désignant l'activité ayant pour objet de réaliser une plus-value sur la cession d'un bien.

Si le régime juridique du financement participatif a permis de répondre aux risques propres aux *reward based crowdfunding* l'offre au public de jetons a rendu nécessaire la mise en place d'un cadre juridique *ad-hoc*¹⁶⁷⁵.

358 L'intérêt principal des produits utilitaires. L'intérêt principal des nouveaux moyens de financement basés sur des produits de financement utilitaires, réside notamment dans la nature même de ces instruments : les droits à une récompense et les jetons donnant accès à un produit (qui peut être un « *prototype* ») ou à un service futur.

Cet objectif est aligné avec l'état de maturité faible des *start-up* : le développement technique d'un produit ou d'un service précède nécessairement le démarrage commercial et la réalisation d'un chiffre d'affaires dans la vie d'une entreprise. Ainsi, la finalisation technique d'un produit prêt à être commercialisé reste un objectif plus facilement atteignable pour les jeunes pousses que la croissance rapide (ou l'« *hyper-croissance* ») recherchée par les investisseurs ou encore la rentabilité recherchée par les prêteurs.

Un autre avantage des moyens de financements basés sur les produits de financement utilitaires est l'inapplicabilité des règles propres aux levées de fonds par émission d'instruments financiers ou par prêt.

359 Le cadre juridique français et les moyens de financement basés sur les produits utilitaires. Le *reward based crowdfunding* et l'offre au public de jetons présentent des niveaux de risques totalement différents. Le législateur a pris en compte ces différences dans la conception du cadre réglementaire. En effet, le statut d'IFP, dont l'obtention semble nécessaire pour toute plateforme exerçant une activité de *reward based crowdfunding*, permet d'encadrer l'activité de ces plateformes à travers des règles de bonne conduite et organisationnelles similaires à celles pesant sur les établissements de crédit en matière de prêt rémunéré (avec quelques allègements toutefois). La souplesse du cadre réglementaire

¹⁶⁷⁵ En droit français et européen les actifs numériques étaient difficiles à catégoriser car ils consistent à donner un droit à un service ou à un bien futur (ou en cours de création). Nous aborderons les caractéristiques des actifs numériques et les jetons *infra* n°424 et s.

applicable aux opérations de *reward based crowdfunding* peut être justifiée par l'existence d'un régime juridique protecteur résultant du droit de la consommation.

L'offre au public de jetons est différente du *reward based crowdfunding*. Les caractéristiques, les modalités d'émission et d'échange spécifiques des actifs numériques ont rendu nécessaire la création d'une réglementation dédiée. Cette réglementation devait faire face au caractère protéiforme des jetons et tenir compte du caractère utilitaire des actifs mais également des risques importants résultant de leur éventuel échange sur un marché secondaire.

En réponse à ce besoin spécifique, les législateurs françaises et européen ont conçu un cadre juridique spécifique. Ce cadre juridique s'avère cependant allégé par rapport à celui applicable aux instruments financiers facilitant ainsi l'émergence de cette nouvelle catégorie de financement qui est essentiellement destinée aux *start-up* du numérique. Il reste cependant possible de se demander si le cadre juridique dédié à l'émission des jetons permet de fournir une protection appropriée aux investisseurs face à des produits de financement qui s'avèrent bien souvent plus risqués que certains titres financiers.

Dans le cadre de notre analyse, nous procéderons d'abord à une étude des nouveaux produits de financement et tenterons de comprendre les avantages que présentent le *reward based crowdfunding* en matière de financement des *start-up* et le cadre juridique propre à ce moyen de financement (Chapitre I).

Dans un second temps nous examinerons le cadre juridique français de l'offre au public de jetons et afin de comprendre notamment comment ce dernier a permis de pallier les risques propres au financement par les offres publiques de jetons (Chapitre II).

CHAPITRE I : LE *REWARD BASED CROWDFUNDING* : L'ACCES AU FINANCEMENT DES *START-UP* EN PHASE DE CREATION

360 Les récompenses utilisées en matière de *reward based crowdfunding* comme la réponse au financement des entreprises très jeunes. Le *reward based crowdfunding* est l'une des variantes du financement participatif et semble présenter un grand intérêt pratique pour les *start-up*. Comme le *crowdequity* ou le *crowdlending* le *reward based crowdfunding* s'adresse au public et peut donner accès à une quantité relativement importante de fonds propres.

Si le *crowdequity* et le *crowdlending* ont permis d'apporter une réponse à certaines difficultés inhérentes aux moyens de financement traditionnels, ils n'ont toutefois pas pallié l'une des difficultés majeures que nous avons mise en avant ci-dessus : le financement des entreprises très peu matures (étant en phase de *pre-seed* ou *seed*).

Le financement des entreprises très jeunes, situées dans les premières phases de leur développement semble toutefois constituer le cœur de l'activité des plateformes de *reward based crowdfunding*. En effet la levée de fonds par *reward de based crowdfunding* ne soumet pas ces entreprises aux mêmes contraintes que la levée de fonds à travers des instruments financiers ou à travers la conclusion d'un contrat de prêt.

A ce titre le recours à des produits utilitaires constitue une véritable innovation dans le domaine du financement des jeunes entreprises.

361 L'adéquation incertaine du cadre juridique applicable au *reward de based crowdfunding* aux besoins des jeunes pousses. Si le *reward based crowdfunding* semble constituer une réponse aux difficultés de financement que rencontrent les entreprises en phase de création il est probable, que le cadre juridique applicable à ce moyen de financement soit également en adéquation avec les besoins des *start-up* ou encore aux personnes finançant des *start-up*.

L'évolution du droit de la consommation a mené, en effet, à un renforcement considérable du cadre juridique applicable aux entreprises commercialisant leurs produits via des plateformes de financement participatif. Si ce cadre juridique constitue un dispositif important pour les particuliers (en leur permettant de passer outre les risques propres aux jeunes pousses), il reste rigide du point de vue des *start-up*.

Le second composant du cadre juridique du *reward based crowdfunding* est la réglementation des intermédiaires à travers le statut d'IFP. Le législateur français a, dans la conception du cadre juridique dédié aux intermédiaires, néanmoins pris en compte le caractère limité des risques propres au *reward based crowdfunding* et a mis en place un régime imposant des obligations limitées aux intermédiaires.

Dans le présent chapitre nous étudierons dans un premier temps le *reward based crowdfunding* afin de comprendre dans quelle mesure ce moyen de financement apporte une réponse au financement des entreprises les plus jeunes par rapport à d'autres moyens de financement (comme le *crowdlending* ou *crowdequity*) (Section I). Nous examinerons par la suite dans quelle mesure le cadre juridique français favorise le financement des jeunes entreprises innovantes via *reward based crowdfunding* (Section II).

Section I : Un moyen de financement adapté aux *start-up* en phase de création mais connaissant des fortes limitations

362 Un moyen de financement adapté aux très jeunes entreprises. Pour les entreprises situées en phase *pre-seed* ou *seed* l'opération de *reward based crowdfunding*, réalisée par la technique de prévente, reste beaucoup moins complexe qu'une opération de levée de fonds à travers des titres de capital ou du financement par la dette tant sur le plan juridique que financier. Les entreprises faisant appel à cette technique de financement peuvent être des jeunes pousses en phase très préliminaire, sans véritable *business model* ou prototype en cours de développement.

Le financement par *reward based crowdfunding* est en effet basé sur le caractère utilitaire (ou encore sentimental)¹⁶⁷⁶ des récompenses. Ce caractère utilitaire permet non seulement d'atténuer l'ampleur de l'engagement pris par l'entreprise financée mais est également susceptible de réduire les risques d'agences présents en matière de financement.

363 Un moyen de financement d'utilité limité. Les sommes levées dans le cadre de ces opérations de *reward based crowdfunding* restent bien souvent largement inférieures à celles levées par l'émission de titres ou dans l'opération de prêt. Le *reward based crowdfunding* n'est par ailleurs pas adapté à l'ensemble des *business models* et se heurte aujourd'hui à des limitations considérables qui résultent en partie de l'absence de la définition de la récompense en droit français et comme en droit européen. Les limitations sont également renforcées par l'absence d'harmonisation du cadre réglementaire régissant les intermédiaires de de *reward based crowdfunding* qui se situent en dehors du champ du Règlement *crowdfunding*¹⁶⁷⁷.

¹⁶⁷⁶ ELKHIDIR K.M.F., « *Reward-based crowdfunding technological projects, determinants of success: A quantitative study* », The Journal of Entrepreneurial Finance (JEF), ISSN 1551-9570, The Academy of Entrepreneurial Finance, (AEF), Montrose, CA, Vol. 19, Iss. 2, 2017, p.3 et 4 ; GUTIÉRREZ S., SAEZ M. I., « *The promise of reward based crowdfunding* », ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper N° 542/2017, January 2018, p. 1.

¹⁶⁷⁷ Nous aborderons cette question *infra* n°402.

Nous aborderons, dans un premier temps les avantages du *reward based crowdfunding* au regard des entreprises les plus jeunes (1§) puis nous analyserons les limites de ce moyen de financement (2§).

1§) Un moyen de financement adapté aux start-up en phase de création

364 Les avantages de *reward based crowdfunding* du point de vue de la *start-up* et des investisseurs. Les avantages de *reward based crowdfunding* peuvent être regroupés en deux grandes catégories. Tout d’abord, les avantages tiennent au caractère peu contraignant de l’opération pour l’entreprise concernée. Les atouts sont ensuite réels du point de vue des contributeurs. Nous aborderons dans un premier temps les avantages du *reward based crowdfunding* du point de vue des *start-up* (A) puis des acheteurs (B).

A) Une adéquation du point de vue des *start-up*

365 L’adéquation du *reward based crowdfunding* aux entreprises jeunes et aux entreprises innovantes. Le *reward based crowdfunding* présente des avantages majeurs pour les *start-up* très jeunes grâce à l’instrument utilisé, le contrat de prévente, qui se différencie très clairement des titres de capital ou des titres de créances en termes de conséquences sur la structure de capital, le bilan de l’entreprise ou encore sur son évaluation. Le *reward based crowdfunding* semble d’abord comporter tous les atouts propres à une opération de prévente (1). Ce moyen de financement, contrairement à l’émission de titres de capital ou de créance fait cependant supporter un cout très important à une jeune structure notamment en raison de la valorisation généralement faible de celle-ci (2).

1) Technique de prévente permettant de tester les marchés

366 Une technique de prévente. Dans le cadre des campagnes de *reward based crowdfunding*, contrairement aux *crowequity* ou *crowdlending*, les entreprises ne

commercialisent pas des instruments financiers de capitaux ou de prêt mais leurs produits (ou leurs services) futurs¹⁶⁷⁸.

Dans la majorité des cas, les opérations de *reward based crowdfunding* peuvent être perçues comme une « *prévente* » (une phase de vente en quantité limitée et pendant un temps limité précédant la commercialisation) d'un produit ou service en cours de développement se matérialisant, *in fine*, par la signature d'un contrat de vente dont le régime relève du droit commun¹⁶⁷⁹.

En cas de *crowdfunding* en contrepartie de récompenses symboliques, l'opération peut s'apparenter à une donation avec charge impliquant également la conclusion d'un contrat synallagmatique¹⁶⁸⁰.

¹⁶⁷⁸ LIPUSCH N., DELLERMANN D., OESTE-REIß S., EBEL P., « *Innovating Beyond the Fuzzy Front End: How to Use Reward-Based, Crowdfunding to Co-create with Customers* », Proceedings of the 51st Hawaii International Conference on System Sciences, 2018, p. 4203; ZHAO L., RYU S., « *Reward-Based Crowdfunding Research and Practice* », in: *Advances in Crowdfunding*, op.cit., p. 120 à 122.

¹⁶⁷⁹ Article 1582 du Code civil. Le contrat de vente est régi par les articles 1582 et s. du Code civil et le contrat de de prestations de service es régi par l'article 1165 et s. du même Code. Le *reward based crowdfunding* peut également être perçue comme innovation contractuelle: GUTIÉRREZ S., SAEZ M. I., « *The promise of reward based crowdfunding* », op.cit., p. 4.

¹⁶⁸⁰ La qualification de donation avec charge reste également possible à envisager si la somme collectée ne finance pas directement la produit ou le service qui sera commercialisée en contrepartie (la donation est définie à l'article 893 du Code civil). C'est notamment le cas du *reward based crowdfunding* en contrepartie d'une récompense symbolique. Il s'agira d'une donation qui sera assortie d'une condition. Nous notons à ce titre l'absence d'interdiction de soumettre la donation à des conditions qui sont notamment évoquées au sein de l'article 953 du Code civil (article relatif à la révocation de la donation). Sur ce point : BOISSON J., Dalloz action, Droit patrimonial de la famille, Chapitre 313, *Règles de fonds des donations: contenu du contrat*, 2021, n°313.131 et s. Sur la qualification juridique entre donation avec charge et vente : E. Netter, « *Le financement participatif* », op.cit., p. 26. E. Netter considère qu'il existe deux charges en matière de *reward based crowdfunding* la première étant l'utilisation des fonds conformément à ce qui a été annoncée aux contributeurs et la seconde charge étant la livraison d'une contrepartie. Également sur la différence entre don avec contrepartie et vente : VABRES R., « *Les plateformes de collectes et des dons, étude juridique* », France générosités, mars 2016, p. 17 et 18.

367 Un outil permettant de tester le marché et de constituer une clientèle. Le recours au *reward based crowdfunding* paraît adapté à l'un des besoins importants des jeunes entreprises innovantes¹⁶⁸¹ : celui de tester le marché.

Les retours des clients à la suite de la réalisation des ventes des produits et des services peuvent s'avérer précieux pour une *start-up*. Ces retours peuvent être pris en compte par le porteur du projet afin d'améliorer les caractéristiques de produit ou du service en cours de développement. Ils peuvent aussi exercer une influence sur le positionnement de l'entreprise sur le marché cible¹⁶⁸².

Le recours au *reward based crowdfunding* contraint donc l'entreprise à mettre en place des processus quant à l'élaboration et à la commercialisation du produit et peut par conséquent conférer un avantage concurrentiel à la société par rapport à celles n'ayant pas encore mis en place les processus en question¹⁶⁸³.

Enfin, le *reward based crowdfunding* étant fréquemment basé sur la vente d'un produit ou d'un service futur permet la constitution d'une clientèle avant même les premières

¹⁶⁸¹ Le modèle d'affaire des campagnes de *reward based crowdfunding* semble également favorable aux petites entreprises voulant commercialiser des produits et services créatifs ou innovants. Le caractère innovant du produit constitue l'un des facteurs qui est fréquemment regardé de près par les potentiels contributeurs (ROSE S. M., *Essays on reward-based crowdfunding – a consumer-centered approach*, thèse, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Rheinisch-Westfälischen Technischen Hochschule Aachen, 2019, p. 75). Cependant ces produits ou services doivent impérativement présenter une innovation compréhensible au grand public au risque d'être ignorés par les internautes (ROSE S. M.; *Essays on reward-based crowdfunding – a consumer-centered approach*, op.cit., p. 134).

¹⁶⁸² Sur les différents atouts du *reward based crowdfunding* liés à la validation du concept du projet ; l'obtenir des retours ; le marketing et l'établissement des relations avec les potentiels clients : M. GERBER E. M., HUI J. S., KU P., *Crowdfunding: « Why People Are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms »*, Computer Supported Cooperative Work, 2012, p. 5 à 7 ; A. Amedomar, R.G. Spers, « *Reward-based crowdfunding: a study of the entrepreneurs motivations when choosing the model as a venture capital alternative in Brazil* », Int. J. Innov., São Paulo, Vol. 6, n° 2, May/August. 2018, p. 150.

¹⁶⁸³ Sur la valeur ajoutée du processus de co-création de la valeur avec les consommateurs en matière de *reward based crowdfunding* (et notamment en matière de *start-up* innovantes) : LIPUSCH N., DELLERMANN D., OESTE-REIB S., EBEL P., « *Innovating Beyond the Fuzzy Front End: How to Use Reward-Based, Crowdfunding to Co-create with Customers* », op.cit., p. 4204.

levées de fonds en capital ou en crédit, ce qui qui peut s'avérer crucial en matière de produits innovants.

2) *Un outil de financement ne présentant pas les contraintes propres aux financements par le capital ou par la dette*

368 Adéquation aux besoins des *start-up* les plus jeunes au regard de la structure du capital. Le *reward based crowdfunding* semble un moyen de financement adapté à une entreprise très jeune notamment au regard de la structure du capital et du cycle de vie de l'entreprise en question.

Le financement par capital peut en effet s'avérer très coûteux pour les *start-up* de faible maturité. L'entrée des investisseurs lors des premières années de l'existence de la *start-up* peut aboutir à la dilution importante de l'équipe fondatrice, ce qui est particulièrement vrai en phase *pre-seed* ou *seed* étant donné la valorisation initialement faible des sociétés en phase de création ou très récemment lancées¹⁶⁸⁴.

Par ailleurs, un crédit peut également représenter un fardeau important pour une jeune pousse dans la mesure où le taux de ce dernier est corrélé à la probabilité de défaut de la *start-up*, qui reste pendant les premières années souvent très élevée.

La prévente de biens ou services permet donc d'éviter les risques résultant du financement par capital ou par crédit qui sont particulièrement importants en présence de jeunes pousses en phase *pre-seed* ou *seed*. Le produit de financement employé dans le *reward based crowdfunding* étant un droit à un bien ou l'accès à un service (conféré à l'acheteur à travers la signature d'un contrat de vente), l'opération ne pénalise pas l'entreprise en raison notamment du caractère risqué du projet.

¹⁶⁸⁴ Sur l'absence de dilution: MACHTS S. A., WEATHERSON J., « *The benefits of online crowdfunding for fund-seeking business ventures* », Strategic Change, 1st February 2014, p. 4. Nous notons que si certains produits permettent d'apporter des réponses partielles la problématique de la valorisation (comme le BSA Air) la technique de la prévente nous semble plus favorable à une entreprise très jeune dans la mesure où elle accorde une protection, non seulement à l'investisseur mais également à la société financée.

369 L'accès facilité au financement pour les entreprises en phase de création. Le financement par *reward based crowdfunding* ne requiert pas l'analyse des facteurs relatifs à la croissance de l'entreprise par les participants de la campagne et n'exige pas une évaluation de la probabilité de défaut de celle-ci (nous aborderons ces aspects plus en détail dans la partie B du présent paragraphe).

L'absence d'analyse de l'historique financier et les *cash flows* dans l'évaluation d'une petite entreprise peut considérablement faciliter l'accès au financement des sociétés¹⁶⁸⁵ ayant une faible maturité (et ne disposant pas de ces informations) et réduire le « *funding gap* »¹⁶⁸⁶.

B) Une adéquation du point de vue des participants à la campagne de *crowdfunding*

370 Une opération de financement. L'évaluation des petites entreprises, surtout innovantes, est un travail qui nécessite une expérience significative en matière d'investissement. Or, les utilisateurs des plateformes de *crowdfunding* ne disposent le plus souvent pas d'expertise particulière dans le domaine du capital-risque.

Ces derniers subissent, en outre, des asymétries informationnelles très importantes dues à l'absence d'interaction directe avec les porteurs de projets. Si les difficultés d'évaluation sont également présentes en matière de *reward based crowdfunding* les

¹⁶⁸⁵ Sur les difficultés que les entreprises en phase de création et de faible maturité rencontrent dans le cadre de leur quête d'une source de financement : GUTIÉRREZ S., SAEZ M. I., « *The promise of reward based crowdfunding* », op.cit., p. 14 et 15; COX J., NGUYEN T., « *Does crowd mean business: an analysis of reward based crowdfunding as source of finance for start-ups and small businesses* », Journal of Small Business and Enterprise Development, Author post-print (accepted) deposited by Coventry University's Repository page 7, n°2. Sur l'adéquation du *reward based crowdfunding* aux entreprises de faible maturité avant de recevoir d'un investissement en capital ou de financement bancaire : MACHT S.A., WEATHERSON J., « *The benefits of online crowdfunding for fund-seeking business ventures* », op.cit., p. 1 et 2 et également p. 4 (l'insuffisance des informations disponibles sur certaines *start-up* pour les *business angels*).

¹⁶⁸⁶ MACHT S.A., WEATHERSON J., « *The benefits of online crowdfunding for fund-seeking business ventures* », op.cit., p. 4 et 8.

risques auxquels ce moyen de financement donne lieu du point de vue des contributeurs semblent moindres pour des raisons pratiques (1) et juridiques (2).

1) *Des risques supportés par les contributeurs amoindris par rapport aux crowdequity et crowdlending*

371 Un engagement moindre de la part de la société en quête de financement. Le *reward based crowdfunding* semble une source de financement présentant des risques moindres du point de vue des participants de la campagne par rapport aux levées de fonds par *crowdequity* ou *crowdlending*.

Dans le cadre d'une campagne de *reward based crowdfunding* l'entreprise s'engage, à travers une obligation contractuelle¹⁶⁸⁷, à la finalisation du produit ou du service que souhaite commercialiser la *start-up*.

372 Comparaison avec le *crowdequity*. A titre de comparaison, dans le cadre d'une campagne de *crowdequity* l'entreprise s'engage (même si cet engagement n'est pas nécessairement formalisé par une obligation contractuelle¹⁶⁸⁸) à la réalisation d'un projet précis incluant une croissance importante, notamment en matière de chiffres d'affaires¹⁶⁸⁹.

¹⁶⁸⁷ La société devient débitrice d'une obligation de donner (livrer le produit ou donner accès à un service futur) à travers le contrat de vente (article 1582 du Code civil). Dans le cadre d'un contrat de donation avec charge le bénéficiaire de la donation (le gratifié) prend également un engagement. Les obligations du gratifié et celles du donateur prennent la forme des obligations réciproques (il s'agit d'un contrat synallagmatique). Sur cette qualification : NETTER E., *Le financement participatif*, op.cit. p. 26.

¹⁶⁸⁸ L'objectif des investisseurs, qui décident de prendre participation dans la société dans un but purement financier peut être caractérisé par la réalisation d'une plus-value. L'engagement des associés fondateurs de permettre aux investisseurs de réaliser une plus-value est souvent matérialisé à travers des différentes clauses figurant dans le pacte d'actionnaires ou dans les statuts (permettant aux investisseurs de sortir du capital à des conditions préalablement convenues).

¹⁶⁸⁹ Dans le cadre de la campagne de *reward based crowdfunding* (consistant en une prévente) l'entreprise donne aux contributeurs un bien meuble matériel (par exemple le prototype d'un produit) ou immatériel (droit d'accès). L'opération qui consiste à livrer un bien en contrepartie d'un paiement peut être analysé comme un contrat de vente en droit français (article 1582 du Code civil).

L'engagement pris par l'entreprise dans le cadre d'une campagne de *reward based crowdfunding* semble donc plus facile à respecter que celui pris dans cadre d'une campagne de *crowdequity*.

373 Comparaison avec le *crowdlending*. L'obligation de livraison d'un bien utilitaire sur le fondement d'un contrat de vente (ou de donation avec charge) reste également moins contraignante que celle de la *start-up* qui contracte un emprunt bancaire ou non bancaire : le versement du taux d'intérêt et le remboursement du montant du prêt, ce qui suppose un *business model* opérationnel et un *cash flow régulier*¹⁶⁹⁰.

L'engagement de la *start-up* semble donc plus complexe à satisfaire en matière de financement par crédit ou par capital qu'en matière de financement par *reward based crowdfunding*¹⁶⁹¹.

2) *Les risques associés à la sélection et ceux survenant après l'achat du produit moins importants*

374 Les risques associés à la sélection de l'entreprise financée. L'engagement moindre de la *start-up* est susceptible d'avoir une incidence positive sur l'asymétrie informationnelle en cas de financement de jeunes entreprises innovantes. En effet, même si l'asymétrie existe entre les contributeurs et la société financée en matière de *reward based crowdfunding*¹⁶⁹²

¹⁶⁹⁰ L'objectif d'un contrat de prêt est le remboursement du principal et le taux d'intérêt du point de vue de l'emprunteur (cette définition ressort de la lecture de l'article L.313-1 du Code monétaire et financier relatif à l'opération de crédit et confortée par l'article 2, 1., b) du Règlement (UE) 2020/1503 relatif au prêt intermédié par une plateforme de financement participatif).

¹⁶⁹¹ Cela résulte également du cycle de vie de la *start-up* : la généralisation d'un *cash flow* et la rentabilité sont des phases ultérieures dans le développement d'une *start-up* par rapport à la finalisation du produit ou le service en cours de développement.

¹⁶⁹² Les contributeurs se trouvent toujours dans une situation défavorable compte tenu de la quantité faible d'informations dont ils disposent sur l'entreprise développant le produit ou le produit lui-même (GUTIÉRREZ S., SAEZ M. I., « *The promise of reward based crowdfunding* », op.cit., p. 8). Sur l'insuffisance des informations sur le produit : CHAKRABORTY S., SWINNEY R., « *Signalling to the crowd : private quality information and rewards-based crowdfunding* », Forthcoming, Manufacturing & Service Operations Management, June 2019, p. 2 et 3. POSCH L., MLADENOW A., C. Strauss, « *Reward based crowdfunding : successful signalling from an entrepreneur* », International Conference

il semble plus aisé d'évaluer si une petite entreprise est à même de créer un produit que d'évaluer son potentiel de croissance, surtout pour des investisseurs inexpérimentés¹⁶⁹³.

Le *reward based crowdfunding* peut ainsi être un moyen de financement adéquat pour les particuliers contrairement aux *crowdequity* ou de *crowdlending* où des investisseurs peu expérimentés supportent un risque élevé.

375 Les risques propres à la période qui suit la conclusion du contrat. Les risques propres à la période suivant la conclusion du contrat (liés au comportement potentiellement opportuniste de l'entreprise financée) se trouvent également réduits par rapport au *crowdequity* ou au *crowdlending*.

La livraison d'un produit ou d'un service obtenu dans le cadre d'une campagne de *crowdfunding* n'est pas un engagement qui s'inscrit dans la durée. Le contributeur ne doit pas organiser sa sortie du capital de l'entreprise ou se prémunir contre l'éventuelle défaillance de la société : le produit peut rester opérationnel malgré les difficultés de l'entreprise¹⁶⁹⁴.

on Computational Linguistics and Intelligent Systems, 11-23 May 2022, p. 6 à 8 (n°3.2.) et 13 et 14 (n°4.1).

¹⁶⁹³ GUTIÉRREZ S., SAEZ M. I., *The promise of reward based crowdfunding*, op.cit., p. 16 ; ARMOUR J., ENRIQUES L. « *The Promise and Perils of Crowdfunding, Between Corporate Finance and Consumer contracts* », op.cit., p. 20. Les préférences personnelles de l'acheteurs ont également une place plus importante en matière de *reward based crowdfunding*. « *It also makes it much more difficult to conclude that funders are getting a poor return: the natural inference from funding is that funders want the product so much they are prepared to take the risk of non-delivery* » (ARMOUR J., ENRIQUES L., *The Promise and Perils of Crowdfunding, Between Corporate Finance and Consumer contracts*, op.cit., p. 21).

¹⁶⁹⁴ Il convient néanmoins de noter qu'en présence des services basés sur un abonnement (plateformes en ligne ou à des *softwares*) les clients se voient réapparaître les risques liés à l'absence de continuité de l'activité de la société. Si l'entreprise cesse de fournir les services envisagés les réductions portant relatifs au prix du service n'ont pas d'intérêt pour le client. Une application ou même certains produits connectés sans les mises à jour nécessaires deviennent rapidement obsolètes et rendent le produit en question inutilisable.

Malgré la disparation des risques propres au *crowdequity* ou *crowdlending* le *reward based crowdfunding* présente néanmoins des risques sérieux pour les contributeurs après la conclusion du contrat de vente. Ces risques résultent de la situation de dépendance entre les apporteurs de fonds et les entreprises responsables de la création du produit ou du service, notamment quant à la date et aux modalités de livraison des produits ou services¹⁶⁹⁵. Or, l'obligation de livraison d'un produit conforme à la description est le cœur de l'engagement de l'entrepreneur en présence d'une campagne de *reward based crowdfunding*. En outre, le contributeur n'a aucun moyen de surveiller ou contrôler le bon fonctionnement de l'entreprise contrairement au *crowdequity*¹⁶⁹⁶.

Nous précisons que la plateforme de *reward based crowdfunding* peut faciliter la compréhension du projet par les contributeurs à travers la fourniture d'informations supplémentaires ou la mise en place d'un « *screening* » des projets. Par le filtrage et le suivi minutieux des projets, la plateforme peut s'assurer que les porteurs de projet ne profitent pas de leur position de façon opportuniste après avoir reçu les fonds¹⁶⁹⁷. L'efficacité des mécanismes de réduction des risques liés à l'asymétrie informationnelle en matière de *reward based crowdfunding* reste cependant fortement dépendante des clauses contractuelles (insérées dans le contrat de vente), ainsi que du cadre juridique applicable¹⁶⁹⁸.

¹⁶⁹⁵ Sur la question du regard dans la livraison des produits : APPIO F.P, LEONE D., PLATANIA F., « *Why rewards not delivered on time in reward based crowdfunding campaigns, an empirical exploration* », *Technological Forecasting and Social Change*, 120069, Volume 157, August 2020, p. 2 et 3, n°2. Sur l'aléa moral: CHAKRABORTY S., SWINNEY R., « *Signalling to the crowd : private quality information and rewards-based crowdfunding* », op.cit., p. 5

¹⁶⁹⁶ GUTIÉRREZ S., SAEZ M. I., « *The promise of reward based crowdfunding* », op.cit., p. 9.

¹⁶⁹⁷ Ces techniques de réduction asymétries informationnelles restent similaires à celles mentionnées en matière de *crowdequity*. Les techniques de réduction de risques liés à la sélection et de suivi ont un focus plus prononcé sur les produits. Un exemple des mécanismes de réduction de risques relatifs à l'évaluation de la qualité du produit : CHAKRABORTY S., SWINNEY R., « *Signalling to the crowd : private quality information and rewards-based crowdfunding* », op.cit., p. 3.

¹⁶⁹⁸ Nous abordons le rôle du droit français dans la protection des contributeurs dans la Section II.

2 §) *Un moyen de financement d'utilité limitée pour des raisons pratiques et juridiques*

376 Les limitations liées au *reward based crowdfunding*. Du point de vue des investisseurs, le financement par récompense connaît des limitations majeures, qui résultent de l'absence de définition légale du produit de financement commercialisé dans le cadre de la campagne de *reward based crowdfunding*: le titulaire d'un droit à une récompense se trouve privé de la possibilité d'échanger son droit avec d'autres souscripteurs de façon sécurisée et rapide (A).

Par ailleurs, le *reward based crowdfunding* reste peu avantageux pour les *start-up* en phase plus avancée que la phase *seed* (B). Si les sommes levées par *reward based* semblent suffisantes pour les très petites entreprises elles semblent inadaptées à des entreprises ayant dépassé la phase *seed*¹⁶⁹⁹.

A) Un moyen de financement destiné à une catégorie limitée de souscripteurs

377 L'avantage majeur d'une campagne de *reward based crowdfunding* trouve sa source dans le caractère utilitaire du bien ou service faisant l'objet de l'opération. Dans le cadre d'une campagne de *reward based crowdfunding*, les parties deviennent généralement titulaires des biens ou des services en vertu d'un contrat de vente, ce qui permet aux entreprises d'échapper aux contraintes inhérentes aux instruments financiers ou aux prêts.

¹⁶⁹⁹ Sur les montants levés par *reward based crowdfunding* : CHEN R.R., GAL-OR E., ROMA P., « *Reward-based crowdfunding campaigns: informational value and access to venture capital* », Information Systems Research September Volume 9, Issue 3, 2018, n°1 (sur la nécessité de poursuivre les levés de fonds par *venture capital*). L'insuffisance de *reward based crowdfunding* pour les *start-up* ayant des besoins de fonds propres plus importants que les coûts encourus lors de lancement de l'activité ressort également d'une autre étude : COX J., NGUYEN T., « *Does crowd mean business: an analysis of reward based crowdfunding as source of finance for start-ups and small businesses* », op.cit., p. 3 et 12 (l'étude mentionne 10 000 dollars comme le montant moyen levé par *reward based crowdfunding*). Enfin il convient de mentionner le tableau disponible sur le site qui confirme l'inadéquation du *reward based crowdfunding* pour les entreprises profitables et bien établies (European Commission, Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs, Rewards based crowdfunding, accessible via. : https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/guide-crowdfunding/how-do-it/rewards-based-crowdfunding_en).

Le financement par la conclusion de contrat de prévente de biens ou services utilitaires présente cependant une limite importante. En effet, la transmission des droits à une récompense n'est pas aisée comme celle des valeurs mobilières ou des actifs numériques.

Il semble d'abord nécessaire de mettre en avant la source des limitations juridiques du *reward based crowdfunding* : l'absence de définition légale des récompenses (1). Nous poursuivrons en exposant les contraintes qui résultent de ces limitations (2).

1) La source des limitations : les difficultés liées à la cession et à la durée de vie des droits à une récompense

378 La limitation de la cessibilité des droits obtenus. En l'absence de dispositions légales ou réglementaires sur ce point, le droit obtenu par le participant à la campagne de *reward based crowdfunding* reste un simple droit à la livraison de la chose¹⁷⁰⁰ qui semble relativement difficile à céder contre une contrepartie monétaire sur le plan pratique.

Sur le plan juridique, la cession des droits obtenus reste également complexe. Le droit obtenu par le participant à la campagne de *reward based crowdfunding* semble indissociable du contrat de vente en vertu duquel il a été obtenu. Afin de céder le droit, la personne concernée doit donc céder le contrat de vente conclu dans le cadre de la campagne de *crowdfunding*.

Ces contrats de vente ne pourront être cédés qu'en vertu des dispositions relatives à la cession de contrat¹⁷⁰¹. Si, juridiquement, la cession du contrat reste concevable, elle est

¹⁷⁰⁰ Contrat de vente : article 1582 du Code civil (et article 1196 du Code civil, en matière donation avec charge, qui permet que le transfert soit « *différé par la volonté des parties* »).

¹⁷⁰¹ Article 1216 du Code civil. Il convient néanmoins de préciser que rien ne s'oppose à la cession d'un contrat de vente qui n'a pas encore produit ses effets sous réserve du consentement mutuel des parties. Sur les conditions de la cession de contrat : ANDREU L., « *Contrat – Effets du contrat – cession du contrat* », Fasc. unique, JCl. Civil code, Art. 1216-1216-3, date d'actualisation : 29 juillet 2022, n°4

plus difficile à concevoir sur le plan pratique : le consentement des deux cocontractants est nécessaire pour chaque transmission de contrat, ce qui rend l'opération potentiellement très lourde¹⁷⁰² et difficilement vérifiable par rapport aux transferts de titres financiers non cotés¹⁷⁰³.

Ces facteurs limitent l'intérêt de contribuer à une campagne de *reward based crowdfunding* dans une optique spéculative.

En outre, le caractère *intuitu personae* du contrat conclu entre l'entreprise et la personne bénéficiaire empêche leur échange en grande quantité contrairement aux choses fongibles (comme les valeurs mobilières).

S'ajoute à cette difficulté l'absence d'harmonisation du droit civil ou celle des obligations au sein de l'Union européenne¹⁷⁰⁴ combinée à l'hétérogénéité des droits applicables aux différentes plateformes de financement participatif proposant des services de *reward based crowdfunding* (qui se situent en dehors du périmètre du

(confirmation de la cession de contrats pour les contrats ayant pour objet le transfert de propriété immédiat n'ayant pas encore produit leur effets) et 11 et s. (conditions de la cession).

¹⁷⁰² Article 1216, al.1 du Code civil dispose : « *Un contractant, le cédant, peut céder sa qualité de partie au contrat à un tiers, le cessionnaire, avec l'accord de son cocontractant, le cédé.* » Cette procédure s'avère contraignante par rapport au transfert de propriété des titres financiers (sur ce point : ANDREU L., *Contrat – Effets du contrat – cession du contrat*, op.cit., n°3 et 4).

¹⁷⁰³ Le transfert de propriété des titres financiers intervient par inscription en compte ce qui facilite également la vérification de l'identité du propriétaire (notamment en raison de l'article L.226-16 du Code de monétaire et financier), qui instaure une présomption de propriété au profit de la personne au nom de laquelle le titre a été inscrit en compte. La preuve des cessions de contrats est soumise au régime du droit commun comme la cession de créance (article 1353 et du Code civil) qui est faite par tous moyens (article 1354 du Code civil) sous réserve de l'article 1359 qui exige un écrit (le montant est précisé à l'article 1 du Décret n°80-533 du 15 juillet 1980 pris pour l'application de l'article 1341 du code civil. Il s'agit de 1500 euros aujourd'hui.). Sur ce point : ANDREU L., *Contrat – Effets du contrat – cession du contrat*, op.cit., n°31. OPHELE C., « *Cession de créance – formation* », *Rép. civ.*, date d'actualisation : juin 2022, n°123 et s.

¹⁷⁰⁴ Sur le sujet de l'harmonisation du droit civil au sein de l'Union européenne : MANKO R., *Cadre du droit privé européen établi par les traités et le problème de cohérence*, Compétence de l'Union européenne en droit privé, ERPS, Service de recherche du Parlement européen, Janvier 2015, p. 14 et s. Nous allons aborder le sujet de l'interaction du droit de la consommation et le *reward based crowdfunding* dans la Section II.

Règlement *crowdfunding*¹⁷⁰⁵). Ces facteurs rendraient la constitution d'une plateforme permettant l'échange des contrats donnant droit à des récompenses très complexe.

379 La durée de vie limitée des droits obtenus. Outre les limites liées à l'échange des contrats de vente, la durée de vie des droits obtenus par les investisseurs est fréquemment limitée et se résume à la livraison de la chose en matière de vente d'un bien matériel ou immatériel¹⁷⁰⁶, à la différence des titres financiers qui accordent des droits financiers ou politique dont la durée est limitée, en principe, à la durée de la société¹⁷⁰⁷.

Le caractère temporaire des droits peut également réduire l'intérêt de la création d'un marché secondaire pour les récompenses obtenues dans le cadre des campagnes de *reward based crowdfunding*.

2) *Les conséquences de ces limitations : l'utilité réduite pour les personnes souhaitant réaliser un investissement*

380 L'impossibilité de réaliser une plus-value. Sans possibilité d'échanger les droits à une récompense sur un marché secondaire, ces droits ne présentent pas d'intérêt financier dans la mesure où la possibilité de la réalisation d'une plus-value reste très limitée.

Le *reward based crowdfunding* reste donc très peu intéressant pour les personnes qui souhaitent réaliser un investissement et non pas acheter un produit spécifique. Le *reward based crowdfunding* est, dès lors, inadapté à une série d'acteurs professionnels qui s'intéressent habituellement aux opérations de capital risque (*business angels*, fonds de capital-investissement, groupes ayant une activité de *corporate venture*) et, bien entendu, aux particuliers souhaitant faire fructifier leur épargne.

¹⁷⁰⁵ Règlement (UE) 2020/1503. Nous aborderons les conséquences de l'absence d'harmonisation du *reward based crowdfunding* *infra* n°402 et s..

¹⁷⁰⁶ En matière de contrat synallagmatique : article 1196 du Code civil (le transfert de la chose prend la forme de la livraison de celle-ci et est précisée par le contrat. Le contrat est donc exécuté par la livraison). Le contrat de vente est exécuté par la livraison de la chose et le paiement du prix (article 1582, al. 1 du Code civil).

¹⁷⁰⁷ Article 1838 du Code civil.

En l'absence de professionnels participant à la campagne de financement, la *start-up* perd également l'avantage de l'accompagnement dont bénéficient les entreprises levant des fonds en matière de capital-risque.

B) Un moyen de financement présentant des contraintes importantes pour l'entreprise financée

381 Les limites résultant des modalités de levés de fond et le modèle d'affaires du *reward based crowdfunding*. Certaines limites ne sont pas directement liées à la difficulté de transmission des récompenses mais tiennent d'une part à l'emploi fonds des fonds levés (1) et d'autre part à l'absence d'adéquation avec certains modèles d'affaires qui s'avèrent pourtant courants en matière de *start-up* (2).

1) *Les limites liées à l'emploi des fonds levés par l'entreprise*

382 Un engagement contraignant pour une jeune entreprise. Si le *reward based crowdfunding* semble adapté aux très petites entreprises et au financement des structures naissantes, il n'en demeure pas moins que les *start-up* souhaitant lever des fonds par ces moyens doivent prêter une attention particulière à la préparation des modalités de la levée. En effet le *reward based crowdfunding* n'offre pas autant de flexibilité pour la *start-up* financée que le capital-risque notamment en ce qui concerne la période suivant la levée¹⁷⁰⁸.

L'entreprise financée s'oblige à livrer le produit ou le service conformément aux attentes des contributeurs et, en principe, dans les délais convenus à l'occasion de la

¹⁷⁰⁸ Les porteurs de projets sont souvent soumis à des délais serrés pour livrer le produit (ou rendre accessible le service) qui a été financé par la levée de fonds. Il doit donc livrer le produit ou service en question conformément au délai indiqué dans l'offre afin d'éviter les potentiels problèmes juridiques. Sur les différents problèmes potentiels pour l'entrepreneur participant à une campagne de *reward based crowdfunding*: SCHIAVONE F., « *Incompetence and Managerial Problems Delaying Reward Delivery in Crowdfunding* », *Journal of Innovation Economics & Management*, n°23, 2017/02, p. 188 à 191.

formation du contrat de vente¹⁷⁰⁹. Cette situation peut rapidement devenir un carcan pour l'entreprise bénéficiaire de la levée de fonds. Celle-ci ne peut, en principe, utiliser la somme collectée à d'autres fins que le développement du bien ou du service et ne peut pas changer les caractéristiques du bien ou du service sans l'accord de ses cocontractants même si, entretemps, un concurrent a mis sur le marché un produit similaire¹⁷¹⁰. Elle ne peut pas retarder la livraison du produit ou service développé (sous peine de résolution du contrat¹⁷¹¹), même si dans la pratique il peut en être autrement¹⁷¹².

Dans ces conditions si le développement du produit ou du service s'avère beaucoup plus cher qu'estimé (et si l'entreprise ne parvient pas à trouver un compromis avec les acheteurs) les fondateurs pourraient être contraints d'employer leurs fonds personnels afin d'honorer leurs engagements ou risquer une rupture du contrat conclu entre la société financée et les *backers*. Dans la pratique il est donc risqué de faire appel au *reward based crowdfunding* dans un état de préparation très préliminaire du produit que l'entreprise en phase de création souhaite commercialiser.

¹⁷⁰⁹ L'obligation de livraison résulte de l'article 1582 du Code civil en matière de contrat de vente. En présence d'un simple contrat synallagmatique (en cas de donation avec charge) l'obligation de livraison résulte directement de l'effet translatif des contrats ayant pour objet de l'aliénation de la propriété (article 1196 du Code civil).

¹⁷¹⁰ Cela reviendrait également à modifier le contrat conclu entre le porteur de projet et les contributeurs or cela ne peut être fait que par le consentement mutuel des parties (article 1193 du Code civil) sous réserve que la description du bien ou le service en cours de développement soit suffisamment précise.

¹⁷¹¹ L'entreprise doit en effet respecter un délai fixe indiqué dans le contrat de vente. Nous aborderons les spécificités du droit français en cas de dépassement du délai fixe *infra n°390*

¹⁷¹² Dans la pratique nombreux projets donnent lieu à une livraison en retard. Les contributeurs, qui ne sont fréquemment pas conscients de leurs droits ou leurs moyens d'actions sont susceptibles d'attendre des délais largement plus longs qu'indiqués sur l'annonce de financement participatif. Sur ce point : Une étude sur les retards de livraison en matière de *reward based crowdfunding* APPIO F.P, LEONE D., PLATANIA F., « *Why rewards not delivered on time in reward based crowdfunding campaigns, an empirical exploration* », op.cit., p. 2 et 3, n°2. Exemple de non-livraison d'un produit sur le site Kickstarter : CHAKRABORTY S., SWINNEY R., « *Signalling to the crowd : private quality information and rewards-based crowdfunding* », op.cit., p. 3. WESSEL M.E., *Crowdfunding : Platform Dynamics under Asymmetric Information*, op.cit., p. 17 . WESSEL M.E. évoque dans son ouvrage cité l'absence de crainte des porteurs de projets des conséquences légales en cas d'absence de livraison des produits (p. 2).

2) Les obstacles au regard des entreprises selon leurs modèles d'affaires

383 Un *business model business to customer*. Le *reward based crowdfunding* présente de nombreuses limites également en ce qui concerne le modèle d'affaires requis. En effet, le financement par l'attribution des récompenses semble plus adapté aux jeunes pousses ayant un modèle d'affaire *business-to-consumer*¹⁷¹³. Alors que les récompenses permettent à ces derniers de tester le marché et d'obtenir des clients (consommateurs¹⁷¹⁴), les récompenses ont un intérêt limité pour les *start-up* opérant dans un secteur *business-to-business*.

Si, en droit français, rien n'interdit à la personne morale de participer à une campagne de *reward based crowdfunding*¹⁷¹⁵, le *reward based crowdfunding* s'avère peu utile pour entreprises dans la pratique.

Les entreprises (par exemple les potentiels distributeurs du produit développé par une *start-up*) sont susceptibles d'être intéressées par la revente des produits en grande quantité, or il est difficilement envisageable de négocier avec une *start-up* en vue de l'acquisition d'un produit en grande quantité dans le cadre d'une campagne de *reward based crowdfunding*.

La plateforme n'offre, en effet, pas la possibilité d'échanger directement avec les porteurs de projets ou de négocier avec ceux-ci¹⁷¹⁶, or les contrats conclus en matière

¹⁷¹³ Une analyse qui évoque sur le problème des entreprises *business to business* de se financer par des plateformes de financement participatif :

BEIER M., FRÜH S., JÄGER C., « *Reward-based Crowdfunding as a Marketing Tool for Established SMEs: A Multi Case Study* », University of Applied Sciences HTW Chur, Switzerland, February 2019, p. 14, n°4.2.2.

¹⁷¹⁴ « *Le contributeur est avant tout un consommateur qui achète un produit ou un service avant sa mise en production ou sa mise sur le marché, manifestant ainsi sa volonté de le consommer* » (MANTHE E., *Analyse du comportement d'investissement en equity crowdfunding : une approche par la valeur consommateur*, thèse, Université Bourgogne Franche-Comté, 11 décembre 2018, p. 21 et 22, n°2.1.2.2.2.).

¹⁷¹⁵ L'article L.548-1 du Code monétaire et financier n'impose pas de limitation sur ce point.

¹⁷¹⁶ Les plateformes de *reward based crowdfunding* en droit français doivent obtenir le statut d'intermédiaire en financement participatif. L'activité de ces derniers « *consiste à mettre en relation, au moyen d'un site internet, les porteurs d'un projet déterminé et les personnes finançant ce projet dans*

de *business-to-business* sont souvent précédés d'âpres négociations¹⁷¹⁷. Cette particularité exclut *de facto* de nombreux modèles d'affaires du périmètre de ce moyen de financement comme les *start-up* proposant des services « SAAS ».

les conditions suivantes » (article L.548-1 du Code monétaire et financier). Il résulte de cette définition que la mise en relation des contributeurs et des porteurs de projets se déroule en ligne.

¹⁷¹⁷ HERKING A., *Increased understanding of buyer and seller negotiations (B2B) : the influence of variable pay on negotiation behaviour*, University of Twente, 2020, p. 1, n°2.1., GOODCHILD, A. HERRING C., MILOSEVIC Z., « *Business contracts for B2B* », (disponible sur [www. researchgate.net](http://www.researchgate.net)), April 2000., p. 1 et 2, n°1 à n°2.1.

Section II : L'adéquation incertaine du cadre juridique français *reward based crowdfunding* au financement des *start-up*

384 Le droit de la consommation et la protection des contributeurs en matière de *reward based crowdfunding*. Si en matière de prêt ou d'émission de titres financiers le droit de la consommation trouve son champ d'application réduit¹⁷¹⁸ il reste l'un des corpus juridiques les plus importants en matière de *reward based crowdfunding*.

L'évolution du droit de la consommation a un impact majeur sur la protection des participants aux campagnes de financement participatif par la récompense. Le droit de la consommation a imposé des règles protectrices en matière de délai et modalités de livraison et a contribué à renforcer la garantie de conformité des produits livrés aux participants en guise contrepartie.

Compte tenu du caractère contraignant de ces règles il est aujourd'hui possible de se demander si le droit de la consommation ne constitue pas un obstacle au regard du financement des très petites entreprises qui sont les porteurs de projets faisant habituellement appel au *reward based crowdfunding*.

385 Un allègement du rôle de l'intermédiaire par rapport au *crowdlending* et le *crowdequity*. La technique de revente, largement employée dans le cadre des opérations de *reward based crowdfunding*, semble comporter des risques réduits par rapport à d'autres opérations de financement. Il convient néanmoins de se demander si ces risques réduits justifient l'absence d'un cadre juridique dédié. En effet, seuls certains états ont décidé d'imposer un cadre réglementaire *ad-hoc* à ce moyen de financement comprenant le Portugal et France¹⁷¹⁹.

¹⁷¹⁸ Article L.121-20-12, II, 1. du Code de la consommation exclut le délai de rétractation pour les services portant sur les instruments financiers. Certaines protections issues du droit de la consommation (notamment la garantie de conformité) se trouvent par ailleurs *de facto* inapplicables en présence des titres financiers ou des droits de créance.

¹⁷¹⁹ MACCHIAVELLO E., VALENTI C., « *Beyond the ESCPR and financial-return: the regulation of donation and reward-based crowdfunding in the EU* », In : *Regulation on European Crowdfunding Service*

Nous examinerons d'abord l'utilité du cadre juridique français du point de vue de la protection des investisseurs contre les risques spécifiques des *start-up*. Nous examinerons ensuite les conséquences du choix du législateur européen de ne pas inclure le *reward based crowdfunding* dans le règlement européen uniformisant le droit applicable aux plateformes de financement participatif au sein de l'Union européenne.

Nous aborderons dans un premier temps le cadre juridique français du droit de la consommation et son impact sur le financement des *start-up* par *reward based crowdfunding* (1§) et dans un second temps l'encadrement des intermédiaires qui interviennent dans le cadre des opérations de *reward based crowdfunding* (2§)

1§) L'existence d'un cadre juridique résultant du droit de la consommation contraignant au regard des spécificités des start-up mais favorable aux consommateurs

386 Une évolution tenant à la livraison du produit et à la garantie de conformité. Le cœur des obligations des porteurs de projets faisant appel au *reward based crowdfunding* trouve sa source dans le droit de la consommation. Or, le droit de la consommation a connu une évolution significative au cours des dernières années au regard des mesures de protection concernant notamment le délai et les modalités de livraison de produits. Il convient dans un premier temps de comprendre dans quelle mesure les obligations en matière de livraison de produits (délai et modalités de livraison) sont adaptés au financement des *start-up* (A). La garantie de conformité et les obligations informationnelles constituent également un pan essentiel en matière de protection des consommateurs faisant appel au *reward based crowdfunding*. Le droit de la consommation français s'est récemment doté de dispositions permettant de protéger les consommateurs face aux risques que présentent les entreprises du numérique. Nous analyserons l'impact de cette évolution aussi bien du point de vue des consommateurs que du point de vue des jeunes pousses (B).

Providers for Business (Forthcoming), (disponible sur : <https://papers.ssrn.com>), Chapter 40, 27 July 2022, p. 9, n°40.24.

A) Les obligations en matière de délai et modalités de livraison des produits

387 L'importance des obligations relatives aux délais et les modalités de livraison en présence de jeunes pousses. Le financement du développement des produits innovants à travers le *reward based crowdfunding* soulève naturellement la question du traitement juridique des éventuels retards dans le développement du projet ce qui est fréquent le cas s'agissant d'entreprises disposant des moyens humains et techniques limités.

Il semble dès lors nécessaire que les participants à une campagne de financement participatif soient protégés contre les risques spécifiques aux jeunes pousses développant des produits innovants. Les *start-up* faisant appel au *reward based crowdfunding* ont cependant des besoins particuliers et exigent une souplesse du cadre juridique applicable. Les questions liées au délai de livraison et la flexibilité de ce délai sont un point crucial pour les entreprises en cours de création ou de démarrage qui sont susceptibles d'être confrontées à des problématiques techniques au cours du développement des produits.

Nous insisterons d'abord sur l'importance de l'obligation d'indiquer un délai fixe dans le cadre des campagnes portées par des *start-up* (1) et sur l'insuffisance du délai « *par défaut* » dont bénéficient les porteurs de projet en l'absence de délai fixe (2).

1) L'obligation d'indiquer un délai fixe dans le contrat

388 Une marge de manœuvre large en vertu du droit civil. Le droit civil français applicable à la vente laisse une liberté très large aux parties dans l'organisation de leurs relations contractuelles. Dans le cadre d'une opération de vente d'un bien, la livraison de la chose peut parfaitement être fixée à une date imprécise ou encore reportée dans le temps.

L'article 1610 du Code civil laisse ainsi une marge de manœuvre importante aux parties dans la détermination du moment de la livraison ce qui peut conférer une position

confortable au vendeur du produit. En l'absence de délai indiqué, le vendeur doit livrer la chose dans un délai raisonnable¹⁷²⁰ dont l'appréciation revient au juge¹⁷²¹.

389 Une marge de manœuvre réduite en droit de la consommation. La latitude conférée par le droit civil français aux porteurs de projet ne s'applique cependant pas, en général, en matière de *reward based crowdfunding* dans la mesure où le contrat conclu entre les acheteurs et des vendeurs tombe dans le périmètre du droit de la consommation¹⁷²². Les participants aux campagnes de *reward based crowdfunding* (qui sont les acheteurs des biens ou des services) peuvent en effet être considérés comme des consommateurs¹⁷²³ et les *start-*

¹⁷²⁰ CA Paris, 5 mai 1961 : Gaz. Pal. 1961, 2, p.363, sur ce point : GATSI J., CASTILLO-WYSZOGRODZKA S., « *Vente commercial – obligation de délivrance – mise à disposition de la chose* », Fasc. 290, JCl. Commercial, date d'actualisation : 6 juillet 2023, n°63. S'agissant de la notion du délai indicatif qui doit également être conçu comme un délai raisonnable : GATSI J., CASTILLO-WYSZOGRODZKA S., « *Vente commercial – obligation de délivrance – mise à disposition de la chose* », op.cit., n°76.

¹⁷²¹ Cass. com., 12 nov. 2008, n° 07-19.676, n° 2008-045676 (GATSI J., CASTILLO-WYSZOGRODZKA S., « *Vente commercial – obligation de délivrance – mise à disposition de la chose* », op.cit, n°82).

¹⁷²² Les dispositions du Code de la consommation s'appliquent à la relation contractuelle existante entre les consommateurs et les professionnels (définis par l'article liminaire, 1° et 2° du Code de la consommation). Sur le contrat de consommation : RAYMOND G., « *Domaine d'application du droit de la consommation* », Fasc. 902, 31 janvier 2020, n°25.

¹⁷²³ Article liminaire, 1° du Code de la consommation (la notion du consommateur ne couvre « *outre personne physique qui agit à des fins qui n'entrent pas dans le cadre de son activité commerciale, industrielle, artisanale, libérale ou agricole* »). Cette définition est issue de l'article 37 de l'Ordonnance n° 2016-301 du 14 mars 2016 relative à la partie législative du code de la consommation. La première définition d'origine légale en droit français est apparue au sein de l'article L.311-1, 2° du code de la consommation (issue de l'article 3 de la Loi n° 2010-737 du 1er juillet 2010 portant réforme du crédit à la consommation). Sur ce point : PICOD Y., « *Définition récente du consommateur en droit français* », 80, Lamy droit économique, date d'actualisation : 28 novembre 2022. La notion du consommateur en droit européen : Directive 2011/83/UE du parlement européen et du conseil du 25 octobre 2011 relative aux droits des consommateurs, modifiant la directive 93/13/CEE du Conseil et la directive 1999/44/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 85/577/CEE du Conseil et la directive 97/7/CE du Parlement européen et du Conseil, article 2, 1). Sur la notion du consommateur en droit européen : PICOD Y., « *Définitions de la directive 2011/83/UE sur les droits des consommateurs* », 72, Lamy droit économique, date d'actualisation : 28 novembre 2022. De notre point de vue les participants dans une campagne de *reward based crowdfunding* sont des consommateurs dans la mesure où ces derniers sont des personnes physiques et n'agissent pas dans le cadre de leur activité (qu'il s'agisse d'une activité « *commerciale, industrielle, artisanale, libérale ou agricole* »).

up levant des fonds via *reward based crowdfunding* comme des professionnels¹⁷²⁴.

Le professionnel doit, à défaut d'indication ou d'accord sur la date de la délivrance du bien ou de la fourniture du service, procéder à la livraison du bien ou à la fourniture du service au plus tard trente jour après la conclusion du contrat avec le consommateur¹⁷²⁵.

390 L'obligation d'indiquer un délai fixe. En effet, l'article L.111-1, 3° du Code de la consommation exige que les contrats conclus entre un professionnel et un consommateur indiquent la date et le délai auquel « *le professionnel s'engage de délivrer le bien ou d'exécuter le service* »¹⁷²⁶. En outre il revient au professionnel de prouver qu'il a exécuté son obligation d'information¹⁷²⁷.

¹⁷²⁴ S'agissant de la qualification du professionnel nous notons qu'il s'agit d'une personne morale agissant « *à des fins entrant dans le cadre de son activité* » qu'il s'agisse d'une activité « *commerciale, industrielle, artisanale, libérale ou agricole* ») en vertu de l'article liminaire, 3° du Code de la consommation. La définition a été instaurée par même ordonnance que la notion du consommateur. La notion du professionnel en droit européen : Directive 2011/83/UE du parlement européen et du conseil du 25 octobre 2011 Sur la définition du professionnel en droit français et européen : ANCELIN O., BARBU Florent, « *La définition de la notion de professionnel retenue en droit français et européen* », 4732, Lamy droit économique, date d'actualisation : 28 novembre 2022 ; RAYMOND G., « *Domaine d'application du droit de la consommation* », op.cit., n 11 et s. L'analyse en droit européen : BIEMANS J., « *Reward-Based Crowdfunding and EU Consumer Rights, European Review of Private Law* », Vol. 28, issue 1 2020, p. 60, n°20. Selon notre analyse les *start-up* faisant appel au *reward based crowdfunding* agissent « *à des fins entrant dans le cadre de son activité* » indifféremment de leur domaine d'activité. Dans la mesure où, dans la majorité des cas les campagnes de *reward based crowdfunding* sont initiées par des personnes morales qui commercialisent un bien (dont conception et la commercialisation constitue le cœur même de leur activité) il est fort probable que l'opération tombe dans le périmètre du droit de la consommation.

¹⁷²⁵ Article 216-1, al. 3 du Code de la consommation. Nous aborderons plus en détail cette obligation au n°II de la présente partie (A).

¹⁷²⁶ Article L.111-1, al. 3 du Code de la consommation. Nous notons qu'une exigence similaire est en vigueur depuis l'entrée en vigueur de loi n° 92-60 du 18 janvier 1992 renforçant la protection des consommateurs (article 3, al. 1). La loi n° 93-949 du 26 juillet 1993 relative au code de la consommation a déplacé cette exigence au sein de l'article L.114-1, al. 1 du Code de la consommation pour qu'ensuite l'ordonnance n° 2016-301 du 14 mars 2016 relative à la partie législative du code de la consommation la transfère à l'article L.111-1, 3° du Code de la consommation.

¹⁷²⁷ En vertu de l'article L.111-5 du Code de la consommation. Sous le régime de la loi n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation cette exigence se situait à l'article L.111-4, al. 1 du Code de la consommation. L'ordonnance n° 2016-301 du 14 mars 2016 relative à la partie législative du code de la consommation a transféré cet article au sein de l'article L.111-5 du Code de la consommation.).

Cette disposition semble exclure la possibilité de déterminer la date de livraison ou le délai ultérieurement à la conclusion du contrat. Il reste néanmoins possible de se demander si le cadre juridique français permet aux porteurs de projet de soumettre la livraison à une condition suspensive ou faire dépendre la date d'une condition (notamment au franchissement d'une étape dans le développement du projet).

Ces techniques contractuelles semblent prohibées à plusieurs titres en présence de consommateurs. D'abord, le code de la consommation considère que « *Prévoir un engagement ferme du consommateur, alors que l'exécution des prestations du professionnel est assujettie à une condition dont la réalisation dépend de sa seule volonté* » sont abusives¹⁷²⁸.

De manière générale les clauses limitatives de responsabilité sont prohibées par le droit de la consommation et sont considérées comme irréfragablement abusives¹⁷²⁹ ce qui réduit sensiblement la marge de manœuvre des porteurs de projets dans l'organisation du délai de livraison des biens en cours de développement.

Sur cette obligation : GATSI J., CASTILLO-WYSZOGRODZKA S., « *Vente commercial – obligation de délivrance – mise à disposition de la chose* », op.cit., n°85.

¹⁷²⁸ Article R.212-2, 1° du Code de la consommation. L'obligation a été créée par l'article 2 du décret n°2009-302 du 18 mars 2009 (l'obligation se situait à l'article R.132-2, 1° du Code de la consommation). C'est le Décret n° 2016-884 du 29 juin 2016 relatif à la partie réglementaire du code de la consommation, qui l'a déplacé au sein de l'article R.212-2 du Code de la consommation.

¹⁷²⁹ Article R.212-1, 6° du Code de la consommation. La rédaction actuelle de cette interdiction est issue de l'article 2 du décret n°2009-302 du 18 mars 2009 (sous le régime du décret l'interdiction se situait à l'article R.132-1 du Code de la consommation). Les clauses limitatives de responsabilité sont considérées comme abusives depuis le décret du 24 mars 1978 (Décret n°78-464 du 24 mars 1978 portant application du chapitre IV de la loi n° 78-23 du 10 janvier 1978 sur la protection et l'information des consommateurs de produits et services). L'article 2 du décret disposait : « *est interdite comme abusive (...) la clause ayant pour objet ou pour effet de supprimer ou de réduire le droit à réparation du non-professionnel ou consommateur en cas de manquement par le professionnel à l'une quelconque de ses obligations* ». Sur cette interdiction : J GATSI J., CASTILLO-WYSZOGRODZKA S., « *Vente commercial – obligation de délivrance – mise à disposition de la chose* », op.cit., n°89.

Enfin, en vertu de l'article R.212-2, 7° du Code de la consommation les clauses fixant des délais indicatifs au sein du contrat sont présumées abusives¹⁷³⁰.

Ces règles sont susceptibles de présenter une contrainte majeure pour toute société innovante qui se finance par *reward based crowdfunding* dans la mesure où, en matière d'innovation la date de la finalisation du produit reste pour le moins incertaine. Or, les *start-up* n'auront, en raison de l'application du droit de la consommation, pas la possibilité d'aménager le délai de livraison du bien (ou démarrage de la fourniture de service) à travers une condition suspensive ou encore de décaler la fixation du délai dans le temps.

2) Les conséquences de l'absence d'indication d'un délai fixe dans le contrat

391 L'insuffisance du délai du 30 jours. En l'absence de fixation d'un délai ou une date de livraison, si le produit ou le service n'est pas livré (ou le service n'est pas fourni) dans un délai de 30 jours, la résolution du contrat peut être demandée¹⁷³¹.

Cette disposition peut rendre impossible la finalisation du développement du produit ou service et semble constituer une menace pour les *start-up*. Certains auteurs considèrent même que le délai de 30 jours est en contradiction avec les caractéristiques de *reward based crowdfunding*¹⁷³².

¹⁷³⁰ Cette interdiction est issue de l'article 2 du décret n°2009-302 du 18 mars 2009 (sous le régime du décret l'interdiction se situait à l'article R.132-2, 7° du Code de la consommation). MIGNOT M., « Vente – obligations du vendeur – délivrance : généralités, étenudue », JCl. Civil Code, Art 1603 à 1623, date d'actualisation : 7 février 2023, n°72.

¹⁷³¹ Articles L.216-1, al. 3 et L.216-6 du Code de la consommation. Nous notons que cette obligation est issue de la loi du 17 mars 2014 (Sous le régime de la loi n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation cette exigence se situait à l'article L.138-1, al. 2 et L.138-2, al. 2 du Code de la consommation). En droit européen : directive 2011/83/UE du parlement européen et du conseil du 25 octobre 2011 relative aux droits des consommateurs, article 18, 1. Sur cette obligation : GATSI J., CASTILLO-WYSZOGRODZKA S., « Vente commercial – obligation de délivrance – mise à disposition de la chose », op.cit., n°88.

¹⁷³² BIEMANS J., « Reward-Based Crowdfunding and EU Consumer Rights, European Review of Private Law », op.cit., p. 66, n°34 et s.

En tout état de cause, le délai de 30 jours semble largement insuffisant pour mener à bien le développement d'un produit si ce dernier n'est pas en phase de finalisation au moment du lancement de la campagne.

Ainsi, la majorité des entreprises faisant appel au *reward based crowdfunding* n'ayant pas respecté le délai convenu ou n'ayant pas fourni de délai dans le contrat conclu lors de la levée de fonds se trouvent soumises à un risque très important résultant de l'exercice éventuel du droit de rétractation des acheteurs.

Or, l'exercice d'un tel droit dans le contexte d'une campagne de *reward based crowdfunding* peut avoir des conséquences désastreuses¹⁷³³, en particulier pour une petite entreprise en phase de démarrage ayant déjà engagé des coûts pour mettre au point le produit ou le service vendu.

B) L'émergence d'un nouveau cadre juridique au regard des produits et services numériques

392 Des risques spécifiques liés aux produits ou services numériques. Dans le cadre d'une campagne de *reward based crowdfunding* les participants sont soumis à un risque important en raison de l'imprécision potentielle des informations disponibles sur les produits ou les services que les porteurs de projets souhaitent commercialiser.

La position du participant à la campagne de levée de fonds peut s'avérer particulièrement délicate en présence d'un produit innovant, ayant des composants numériques, dans la mesure où la compréhension de ces composants peut s'avérer particulièrement difficile pour une personne ne disposant pas d'expertise technologique particulière.

La position des jeunes entreprises qui souhaitent commercialiser des produits ou services innovants dans le cadre d'une campagne de *crowdfunding* reste également

¹⁷³³ MACCHIAVELLO E., VALENTI C., « *Beyond the ESCPR and financial-return: the regulation of donation and reward-based crowdfunding in the EU* », op.cit., Chapter 40,36.

complexe. Ces dernières sont susceptibles d'être confrontées à des problèmes techniques au cours du développement du produit.

Jusqu'à récemment, le cadre juridique européen et français du droit de la consommation n'imposait aucune obligation d'information spécifique aux produits ayant des composants numériques ou encore entièrement numériques.

L'absence de dispositions relatives à ces biens ou services, avant la loi du 17 mars 2014¹⁷³⁴, s'avérait favorable aux jeunes entreprises innovantes. L'évolution du droit français dans le domaine des produits et services numériques a rapidement permis de renforcer la protection des consommateurs (1).

Les changements juridiques intervenus avec la loi du 17 mars 2014 (et après l'adoption de cette loi) peuvent cependant s'avérer préjudiciables aux jeunes pousses et notamment à celles faisant appel au *reward based crowdfunding* (2).

1) *Un renforcement des obligations informationnelles et de la garantie de conformité en cas de vente de biens et services numériques*

393 Un cadre juridique antérieur à la loi du 17 mars 2014 souple et favorable aux jeunes entreprises technologiques. Jusqu'à la loi du 17 mars 2014 le droit français connaissait certes un régime protecteur à l'égard des particuliers en matière d'obligations

¹⁷³⁴ Loi n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation.

informationnelles (notamment en cas vente à distance¹⁷³⁵) et de garantie de conformité¹⁷³⁶ mais ne comportait pas de protections spécifiques en matière de vente de biens ou services numériques ou ayant un lien avec le numérique.

Les entreprises technologiques n'étaient donc soumises à aucune obligation réglementaire d'information spécifique, liée à la vente de composants numériques ou en cas de fourniture de services numériques. L'article L.111-1 du Code de la consommation ne faisait référence qu'aux « *caractéristiques essentielles du bien ou du service* »¹⁷³⁷.

Il convient néanmoins de préciser que les consommateurs bénéficiaient néanmoins déjà d'une protection d'origine jurisprudentielle en cas de défaut de conformité liée à

¹⁷³⁵ La vente à distance dispose d'un régime juridique protecteur des acheteurs en France depuis 1988 (loi n°88-21 du 6 janvier 1988 relative aux opérations de télé-promotion avec offre de vente dites de « *télé-achat* ») et depuis 1997 au sein de l'Union européenne (Directive 97/7/CE du parlement européen et du conseil du 20 mai 1997 concernant la protection des consommateurs en matière de contrats à distance). Le régime juridique de la vente à distance est aujourd'hui abordé au sein des articles L.221-1 et s. du Code de la consommation. L'article L.221-18 du Code de la consommation prévoit un délai de rétractation de 14 jours). Il s'agissait de 7 jours sous le régime de la loi du 26 juillet 1993 (loi n° 93-949 du 26 juillet 1993 relative au code de la consommation). C'est la de 17 mars 2014 qui a allongé ce délai à 14 jours (loi n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation, article 9). Le régime prévoit également des obligations d'information précontractuelles (articles L.221-5 à L.221-7 du Code de la consommation) au bénéfice du consommateur. Ces obligations d'information existaient déjà sous le régime de la loi du 26 juillet 1993 (loi n° 93-949 du 26 juillet 1993 relative au code de la consommation). Sur le régime juridique de la vente à distance : RAYMOND G., « *Vente à distance* », Fasc. 3830, JCl. Contrats – Distribution, date d'actualisation : 3 octobre 2014, n°5, 6 et 41 et s. ALAIN S., « *Informations précontractuelles obligatoires lors de contrat à distance ou hors établissement* », 145-105, Lamy produits et biens de grande consommation; « *Droit de rétractation pour les consommateurs dans le cas de contrat conclu à distance ou hors établissement* », 145-30, date d'actualisation : septembre 2022.

¹⁷³⁶ Article L.217-4 du Code de la consommation (sous le régime de l'ordonnance de Ordonnance n° 2005-136 du 17 février 2005 relative à la garantie de la conformité du bien au contrat due par le vendeur au consommateur articles L.211-4 et s.).

¹⁷³⁷ Article 111-1, I du Code de la consommation (avant la loi n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation).

l'absence d'interopérabilité du logiciel¹⁷³⁸ et également de l'obligation de conseil du professionnel vendeur des produits ou des services (informatiques)¹⁷³⁹.

Compte tenu de la complexification des sources de non-conformité (absence de mise à jour, problème de compatibilité) le législateur européen a estimé nécessaire de mettre en place des obligations d'informations spécifiques en matière de contenus numériques, à travers la directive européenne 2011/83/UE qui a initié une évolution observable en matière de protection des consommateurs depuis les 2011¹⁷⁴⁰.

Enfin, 5 ans après l'apparition des premières plateformes de *reward based crowdfunding* en France¹⁷⁴¹ la loi du 17 mars 2014¹⁷⁴² a sensiblement renforcé le cadre juridique applicable en matière de vente de produits comportant des contenus numériques ce qui a engendré des contraintes plus importantes pour les *start-up*.

394 Une évolution favorable du point de vue de la protection des participants à des campagnes de *reward based crowdfunding*. En réponse aux risques que présente la vente de biens ou services numériques le législateur français a instauré en 2014, sous l'influence

¹⁷³⁸ Pour une référence à l'interopérabilité : Cass., civ 1^{er}, 20 octobre 2011, n° 10-14.069 ; Cass., civ 1^{er}, n° 721 du 19 juin 2008, n° 07-14.277.

¹⁷³⁹ Cass. 1^{re} civ., 25 juin 1996, 94-16.702, Publié au bulletin ; ANCELIN O., BARBU Florent, « Contenu numérique », 4752, Lamy droit économique, date d'actualisation : 28 novembre 2022.

¹⁷⁴⁰ Directive 2011/83/UE du parlement européen et du conseil du 25 octobre 2011.

¹⁷⁴¹ La plateforme Kiss kiss bank bank, fondée en 2009, peut être considérée comme la première plateforme de *reward based crowdfunding* en France. « Comparatif entre 5 plateformes de financement participatif « don contre don », Les Echos, 25 novembre 2015.

¹⁷⁴² Loi n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation.

européenne¹⁷⁴³, au sein de l'article L.111-1¹⁷⁴⁴ et R.111-1 du Code de la consommation¹⁷⁴⁵ des obligations informationnelles propres aux contenus numériques, à leur fonctionnalité, compatibilité et interopérabilité. Les professionnels sont désormais tenus de mettre à la disposition du consommateur des informations sur ces éléments¹⁷⁴⁶. Ces obligations portent, depuis l'ordonnance du 29 septembre 2021, sur les contenus numériques, les services numériques et sur les biens comportant des éléments numériques¹⁷⁴⁷.

Le régime juridique de la garantie de conformité¹⁷⁴⁸ s'avérait cependant toujours difficile à mettre en œuvre face aux enjeux du numérique.

¹⁷⁴³ En transposant les mesures de la directive 2011/83UE du parlement européen et du conseil du 25 octobre (Les articles et consid. importants de la directive: consid. 19 et article 2, 11) (contenus numériques) ; article 5, 1., g) (obligations d'informations relatives à la fonctionnalité du contenu numérique avec certains matériels et logiciels en cas de vente à distance) ; article 5, 1., h) (obligations d'informations relative à l'interopérabilité pertinente du contenu numérique avec certains matériels ou logiciels en cas de vente à distance).

¹⁷⁴⁴ Article L.111-1, 1° du Code de la consommation (à la création des exigences ces dernières se situaient au sein de l'article L.111-1, 4° du Code de la consommation, issu de loi n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation, article 6).

¹⁷⁴⁵ Les références à l'interopérabilité et aux fonctionnalités du bien résultent de l'article R.111-1, 6° du Code de la consommation (elles se situaient au sein de l'article R.111-1 e) du Code de la consommation sous le régime du décret n° 2014-1061 du 17 septembre 2014 relatif aux obligations d'information précontractuelle et contractuelle des consommateurs et au droit de rétractation et se situent aujourd'hui au 6° de l'article R.111-1 du Code de la consommation. L'interopérabilité et la fonctionnalité et la compatibilité sont définies dans l'article liminaire du Code de la consommation (respectivement aux 9°, 10° et aux 11° de l'article). La version de l'article est issue de l'Ordonnance n° 2021-1247 du 29 septembre 2021 relative à la garantie légale de conformité pour les biens, les contenus numériques et les services numériques.

¹⁷⁴⁶ L'article R.111-1, 6° du Code de la consommation exige aujourd'hui des informations sur compatibilité des contenus numériques depuis le décret n° 2022-946 du 29 juin 2022 relatif à la garantie légale de conformité pour les biens, les contenus numériques et les services numériques.

¹⁷⁴⁷ L'article L.111-1, 1° du Code de la consommation distingue la notion du contenu numérique des biens comportant des éléments numériques et des services numériques seulement depuis l'ordonnance du 29 septembre 2021 (ordonnance n° 2021-1247 du 29 septembre 2021 relative à la garantie légale de conformité pour les biens, les contenus numériques et les services numériques).

¹⁷⁴⁸ Article L.217-4 du Code de la consommation (sous le régime de l'ordonnance n° 2016-301 du 14 mars 2016 relative à la partie législative du code de la consommation) ne faisait pas référence à des contenus numériques, aux services numériques ou des biens comportant des éléments numériques.

C'est, en effet, l'ordonnance du 29 septembre 2021¹⁷⁴⁹, complétée par le décret du 29 juin 2022¹⁷⁵⁰, transposant la directive 2019/770¹⁷⁵¹, qui a instauré un véritable régime très complet de garantie de conformité relatif aux biens comportant des éléments numériques, et à l'égard des biens et services entièrement numériques¹⁷⁵².

Ces changements ont créé un régime protecteur vis-à-vis pour les consommateurs décidant d'acheter des produits technologiques et vis-à-vis des participants des campagnes de *reward based crowdfunding*.

2) Une évolution contraignante vis-à-vis des *start-up*

395 Les sources des contraintes pour les *start-up*. Si les évolutions législatives ont permis de renforcer la protection des consommateurs, celles-ci ne semblent pas nécessairement en adéquation avec l'état de maturité des *start-up* et des entreprises en phase

¹⁷⁴⁹Ordonnance n° 2021-1247 du 29 septembre 2021 relative à la garantie légale de conformité pour les biens, les contenus numériques et les services numériques.

¹⁷⁵⁰Décret n° 2022-946 du 29 juin 2022 relatif à la garantie légale de conformité pour les biens, les contenus numériques et les services numériques.

¹⁷⁵¹ Directive (UE) 2019/770 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2019 relative à certains aspects concernant les contrats de fourniture de contenus numériques et de services numériques. Sur la transposition de la directive : PELLETIER J.D., « *Sur la transposition de la directive : Le droit de la consommation à l'ère du numérique* », Rev. des contrats, n°04, 16 décembre 2019, (p. 86 à 92).

¹⁷⁵² Modifications dans les dispositions législatives relatives aux contrats de vente de biens « *comportant des éléments numériques* » : article L.217-1 du Code de la consommation (et notamment article L.217-1, I du Code de la consommation). Dispositions relatives à la garantie légale de conformité applicable aux fournisseurs de services et des contenus numériques (biens ou services entièrement numériques) : article L.224-25-12 et s. et notamment Article L.224-25-12 al. 2 du Code de la consommation ainsi que l'article L.211-2, 2° du Code de la consommation. S'agissant de la partie réglementaire et l'exigence d'un encadré : D.211-2 du Code de la consommation et s. Sur ce point : HOVANIAN C., « *Garantie légale de conformité : coup de projecteur sur les nouvelles obligations entrées en vigueur depuis le 1er octobre 2022* », Rev. Lamy dr. aff., n°187, 1^{er} décembre 2022, (p.19-23), n°1. LOISEAU G., « *L'ordonnance du 29 septembre 2021 : un texte fondateur d'un droit des contrats portant sur les biens et services numériques* », Communication Commerce électronique n° 12, Décembre 2021, étude 21, p. spéc n°4.

de création¹⁷⁵³, et semblent lourdes vis-à-vis de celles se lançant dans une campagne de *reward based crowdfunding*.

En effet, l'article L.217-5 du Code de la consommation, institué par l'ordonnance du 29 septembre 2021¹⁷⁵⁴ concernant la garantie de conformité relative à la vente des biens ayant des composants numériques, ne se contente pas de faire référence à la fonctionnalité, compatibilité et l'interopérabilité des biens.

L'article exige que le bien comportant des éléments numériques corresponde (en plus des critères de conformité prévus par le contrat) à la « *quantité, à la qualité et aux autres caractéristiques, y compris en termes de durabilité, de fonctionnalité, de compatibilité et de sécurité, que le consommateur peut légitimement attendre pour des biens de même type, eu égard à la nature du bien ainsi qu'aux déclarations publiques faites par le vendeur, par toute personne en amont dans la chaîne de transactions, ou par une personne agissant pour leur compte, y compris dans la publicité ou sur l'étiquetage* »¹⁷⁵⁵

Les sociétés fournissant des services ou des contenus numériques sont soumises à des obligations similaires à ceux qui vendent des biens ou des services ayant des composants numériques. La liste des critères est toutefois complétée par « *l'accessibilité* » pour ces derniers services¹⁷⁵⁶.

Ces obligations s'avèrent difficiles à satisfaire pour des jeunes pousses qui n'ont pas nécessairement connaissance de l'ensemble des spécificités du produit en cours de

¹⁷⁵³S'agissant de la potentielle difficulté de mettre en œuvre les obligations résultant des nouveaux articles code de la consommation : HOVANIEN C., « *Garantie légale de conformité : coup de projecteur sur les nouvelles obligations entrées en vigueur depuis le 1er octobre 2022* », op.cit., n°IV

¹⁷⁵⁴ Ordonnance n° 2021-1247 du 29 septembre 2021 relative à la garantie légale de conformité pour les biens, les contenus numériques et les services numériques, article 9.

¹⁷⁵⁵ Article L.217-5, 6° du Code de la consommation.

¹⁷⁵⁶ Article L.224-25-14, 7° du Code de la consommation (créé par l'ordonnance n° 2021-1247 du 29 septembre 2021 relative à la garantie légale de conformité pour les biens, les contenus numériques et les services numériques, article 9).

développement au moment de la conclusion du contrat de vente dans le cadre d'une campagne de *reward based crowdfunding*.

2§) L'absence de cadre réglementaire propre aux intermédiaires de *reward based crowdfunding* : une lacune au regard du financement des *start-up*

396 Les différences entre l'approche française et l'approche européenne. Le législateur français a soumis les plateformes proposant des services de financement participatif sous forme de don et par l'attribution des récompenses symboliques à une réglementation spécifique basée sur le statut d'IFP, en 2016¹⁷⁵⁷. L'applicabilité de ce cadre réglementaire aux opérations de *reward based crowdfunding*, qui constituent des opérations de prévente de biens et des services, reste incertaine (A).

Le législateur européen a, quant à lui, décidé d'exclure les plateformes exerçant à la fois des activités de *crowdgiving* et de *reward based crowdfunding* du cadre juridique résultant du Règlement *crowdfunding*. Il convient également de s'interroger sur les conséquences de cette approche notamment du point de vue du financement des jeunes entreprises innovantes (B).

A) Le cadre juridique français : l'incertitudes quant à l'applicabilité du statut d'IFP aux plateformes de *reward based crowdfunding*

397 Un cadre réglementaire doté d'un champ d'application restreint, mais potentiellement adapté aux *start-up*. Le législateur français a mis en place par l'ordonnance de 2014, des obligations applicables à l'ensemble des plateformes exerçant une activité de *crowdgiving*. L'ordonnance de 2014 exclut cependant le *reward based crowdfunding* de son champ d'application (1).

¹⁷⁵⁷La version initiale de l'article L.548-2 du Code monétaire et financier (créé par l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif) n'a pas exigé que les intermédiaires en financement participatif soient obligatoirement enregistrés. C'est seulement l'article 11 de l'Ordonnance n° 2016-1635 du 1er décembre 2016 renforçant le dispositif français de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme qui a rendu obligatoire l'enregistrement des IFP « *qui ne proposent que des opérations de dons* » (article L.548-2, II du Code monétaire et financier).

Si cette lacune réglementaire est à notre sens regrettable du point de vue du financement des *start-up*, les plateformes de financement participatif exerçant une opération de *reward based crowdfunding* restent indirectement soumises à des obligations de bonne conduite en vertu du cadre juridique applicable (2).

1) *Le champ d'application restreint du cadre juridique mis en place par le législateur français*

398 L'absence de référence au *reward based crowdfunding* en droit français. Le cadre réglementaire français de financement participatif fait uniquement référence aux « *dons* » qui, comme évoqué plus haut, ne correspondent pas à la réalité du *reward based crowdfunding*¹⁷⁵⁸.

Si les lignes directrices de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (« ACPR ») relative au statut d'IFP évoquent « *dons avec ou sans contrepartie* »¹⁷⁵⁹ et aux « *plateformes de crowdfunding permettant de récolter des contributions pouvant donner lieu à des contreparties diverses* »¹⁷⁶⁰ il nous semble qu'une clarification réglementaire est inévitable sur ce point.

D'abord, l'activité de financement participatif par « *dons avec contrepartie* » ne semble pas inclure l'activité d'intermédiation des opérations de vente de biens ou de services. La nature juridique du contrat de vente se distingue clairement de celle du contrat de donation¹⁷⁶¹.

¹⁷⁵⁸Article L.548-1, 1° 2° et 3° du Code monétaire et financier.

¹⁷⁵⁹ACPR, *Financement participatif*, disponible via : <https://acpr.banque-france.fr/autoriser/financement-participatif>; ACPR, *Notice d'information à destination des intermédiaires en financement participatif*, date d'actualisation : 31 mars 2022, p. 1.

¹⁷⁶⁰AMF, ACPR, *Guide de financement participatif* (crowdfunding des plate-formes et de porteurs de projet), p. 1 et 3.

¹⁷⁶¹Nous avons évoqué la problématique de la qualification juridique des récompenses accordées dans le cadre d'une campagne de *reward based crowdfunding*. Sur la qualification juridique entre donation avec charge et vente : NETTER E., *Le financement participatif*, Mélanges en l'honneur du Professeur Didier R. Martin, op.cit, p. 26. Un aperçu sur le traitement de la distinction : MACCHIAVELLO E.,

Par ailleurs, aucune position de l'ACPR n'apporte de réponse à la question de savoir si les plateformes récoltant des « *contributions* » en échange des « *contrepartie diverses* » doivent demander un statut d'IFP.

399 Une situation défavorable pour le financement des *start-up*. Les incertitudes relatives à l'applicabilité du statut IFP aux plateformes de *reward based crowdfunding* semblent, au premier abord, défavorables du point de vue de la protection des participants aux campagnes de financement participatif notamment en cas de financement de *start-up*.

L'intermédiaire joue un rôle central en matière de *reward based crowdfunding*. Il est susceptible de réduire le risque résultant de l'asymétrie informationnelle entre le participant à la campagne et l'entreprise financée. Or, ce risque est par nature élevé en matière de financement des jeunes entreprises.

L'insuffisance juridique résultant du champ d'application restreint du statut IFP reste cependant réduite dans la pratique pour les raisons que nous aborderons par la suite.

2) *Un encadrement « indirect » du reward based crowdfunding en France*

400 L'application volontaire des règles de bonne conduite propres aux IFP par les plateformes de *reward based crowdfunding*. Malgré les lacunes de la réglementation en la matière, les plateformes exerçant l'activité de *reward based crowdfunding* sont susceptibles de se conformer aux exigences résultant du statut d'IFP. En effet, la majorité des plateformes françaises fournissant les services de *reward based crowdfunding* proposent également un service d'intermédiation de dons.

Dans cette situation, il est difficile d'imaginer qu'une plateforme n'applique pas les mêmes diligences pour toutes les opérations de financement participatif et qu'elle réserve des traitements différents à des clients participant à une campagne de dons par

VALENTI C., *Beyond ECSPR and financial return : the Regulation of donation and reward based crowdfunding in the EU*, op.cit, n°40.11 au 40.19.

rapport à ceux participant à une campagne de *reward based crowdfunding*. L'incertitude réglementaire relative à l'activité de *reward based crowdfunding* peut d'ailleurs pousser les plateformes à mettre en œuvre des diligences uniformes vis-à-vis de chaque client.

Il est donc fort probable que les plateformes fournissant des *reward based crowdfunding* appliquent volontairement les règles de bonne conduite propre aux IFP. Or, l'application volontaire des règles de bonne conduite résultant du statut d'IFP par peut s'avérer favorable au financement des *start-up*.

401 Les règles de bonne conduite propres aux IFP et le financement des *start-up*. Les obligations informationnelles à destination des porteurs de projets¹⁷⁶² et l'obligation de suivi de l'opération¹⁷⁶³ sont susceptibles de favoriser financement des entreprises en phase en phase *pre-seed* ou *seed*.

401.1 Des obligations facilitant la sélection des participants à la campagne de levée de fonds. En effet, en présence d'une campagne de *reward based crowdfunding* la sélection des porteurs de projets est déterminante pour les contributeurs tout comme en matière de *crowdequity* et le *crowdlending* (même si le risque reste réduit en raison des caractéristiques du produit de financement en matière de *reward based crowdfunding*¹⁷⁶⁴).

Les informations relatives à la description du projet (objet, calendrier, l'utilisation des fonds) ainsi que la publication des critères de sélection¹⁷⁶⁵ qui pèsent sur les IFP

¹⁷⁶² Sur la rémunération de l'intermédiaire (article L.548-6, 7° du Code monétaire et financier) ; fourniture d'un contrat type (article L.548-6, 8° du Code monétaire et financier) ; mise en garde sur le risque d'endettement excessif (article L.548-6, 5°, a) du Code monétaire et financier); la fourniture d'un document synthétique d'information (article L.548-6, 9°). Sur les règles de bonne conduite : MOULIN J.-M., « *Financement participatif (crowdfunding)* », op.cit., n°226 et s.

¹⁷⁶³ Article L.548-6, 11° du Code monétaire et financier.

¹⁷⁶⁴ Mentionné *supra* n°n°325 et 326.

¹⁷⁶⁵ Article L.548-6, alinéa 4 (informations sur la description du projet) et article L.548-6, 2° du code monétaire et financier (critères de sélection du projet).

peuvent s'avérer particulièrement utiles. Ces éléments permettent, d'assurer la bonne compréhension du projet par des contributeurs, qui sont ainsi mieux à même de pouvoir mieux d'apprécier la pertinence d'un produit ou d'un service et d'éviter le financement des projets peu réalistes.

401.2 L'existence d'une obligation de suivi de l'opération de financement. Le rôle de l'intermédiaire s'avère important pour le suivi du projet. En effet, le cadre juridique français exige que l'opérateur de la plateforme définisse et organise « *le suivi des opérations de financement* »¹⁷⁶⁶. Ce rôle est particulièrement utile en présence des *start-up* dans la mesure où il est susceptible de réduire l'asymétrie informationnelle existant entre le porteur de projet et le financeur.

En présence de projets en phase d'amorçage, cette obligation s'avère tout particulièrement pertinente. A ce stade du développement d'une *start-up*, il est en effet possible que les porteurs de projets, après avoir levé des fonds, se désintéressent du développement du produit ou du service ou qu'ils réalisent que la réalisation du projet se heurte à un problème technique (ce qui peut retarder significativement le développement du produit ou du service).

Dans cette situation, et même s'ils bénéficient d'un cadre juridique protecteur en vertu du droit de la consommation, les participants à la campagne n'auraient que très peu de possibilité d'entrer en relation directement avec la *start-up*.

Ainsi l'obligation du suivi des opérations de financement permet de garantir aux participants à la campagne que ces derniers auront toujours un interlocuteur direct qui s'assurera du bon déroulement de l'opération et pourra également traiter les éventuels problèmes opérationnels.

¹⁷⁶⁶ Article L.548-6, 11° du code monétaire et financier.

B) L'absence de régulation européenne des plateformes des plateformes *reward based crowdfunding* par Règlement *crowdfunding*

402 L'absence d'encadrement des plateformes de *reward based crowdfunding* par le droit européen ? Le régime européen harmonisé mis en place par le Règlement *crowdfunding* ne porte pas sur les plateformes de financement participatif intermédiaire des dons ou encore des récompenses. Il est possible de se demander si ce choix ne constitue pas une lacune dans la mesure où les jeunes entreprises innovantes ne peuvent, aujourd'hui que faire appel à des intermédiaires régulés à l'échelle nationale.

Si la position du législateur européen reste contestable en matière de *reward based crowdfunding* (1) l'Europe s'est récemment dotée d'un encadrement propre aux plateformes numériques qui permet de réduire le risque pesant sur les consommateurs européens (2).

1) *Un choix peu protecteur vis-à-vis des participants à la campagne*

403 La position du législateur européen. Législateur européen évoque ouvertement dans le mémorandum explicatif que les plateformes de financement participatif intermédiaire des dons ou des récompenses sont exclues du périmètre du règlement dans un souci de mise en place d'un cadre juridique proportionné aux plateformes et notamment en raison de l'absence des problèmes liés aux asymétries informationnelles tels que créés par les titres de capital ou des produits de la dette. Enfin, il ajoute que le droit de la consommation garantit aujourd'hui un niveau de protection élevé pour les participants aux campagnes ¹⁷⁶⁷.

¹⁷⁶⁷ Le mémorandum de la proposition de règlement précise « *The inclusion of those business models would be disproportionate as they do not deal with financial products and the information asymmetries that these products create. Moreover, EU consumer protection legislation already applies to reward-based crowdfunding with strict rules to safeguard consumers* » Proposal for a Regulation of the European parliament and of the council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business, Text with EEA relevance, COM(2018) 113 final, 2018/0048(COD), Brussels, 8 mars 2018, explanatory memorandum, 1.).

404 Une position contestable. L'approche du législateur européen reste contestable de notre point de vue en particulier en matière d'asymétries informationnelles. En effet, l'absence de cadre juridique européen en matière de *reward based crowdfunding* peut conduire à des difficultés en matière de sélection et de suivi des récompenses qui peuvent être amplifiées en présence d'opérations transfrontières¹⁷⁶⁸.

L'intervention d'un intermédiaire régulé peut avoir un impact positif sur la protection des participants à une campagne de financement et une importance élevée en présence des sociétés en phase de création.

2) *Des risques réduits en raison de l'encadrement européen des places de marché en ligne*

405 L'évolution de la réglementation européenne des plateformes en ligne et la directive de commerce électronique. Malgré l'absence de cadre juridique dédié aux plateformes de *reward based crowdfunding* ou *crowdgiving* au sein de l'Union européenne, le comportement des intermédiaires reste régi par de nouvelles règles adoptées par le législateur européen depuis les années 2000.

En effet, les plateformes de *reward based crowdfunding* sont susceptibles d'entrer dans le champ d'application de la directive sur le commerce électronique de 2000/31 (et d'être qualifiées d'hébergeurs ou d'éditeurs¹⁷⁶⁹).

¹⁷⁶⁸ Dans la pratique il peut particulièrement difficile d'obtenir le remboursement de la somme versée pour un produit ou service vendu par un porteur de projet se situant dans un autre pays européen que le consommateur. Dans une telle situation la présence d'une plateforme disposant d'un statut régulé peut faciliter les démarches du particulier. Nous noterons néanmoins qu'à l'échelle européenne le cadre juridique applicable aux plateformes en ligne fait déjà peser un certain nombre d'obligations sur les plateformes en ligne.

¹⁷⁶⁹ La directive 2000/31/CE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2000 relative à certains aspects juridiques des services de la société de l'information, et notamment du commerce électronique, dans le marché intérieur («*directive sur le commerce électronique*») n'évoque pas la notion de l'éditeur mais seulement celle de l'hébergeur au sein de son article 14, 1. («*le service de la société de l'information consistant à stocker des informations fournies par un destinataire du service*»). En droit européen la notion de l'éditeur résulte de la jurisprudence (CJUE nos C-236/08 à C-238/08, «*Google France*», 23 mars 2010, consid. 3). Nous notons que le juge européen n'emploie pas l'expression

La directive sur le commerce électronique n'a cependant pas mis à la charge aux hébergeurs ou éditeurs que des obligations de bonne conduite ou informationnelles très allégées au regard des contenus diffusés aux consommateurs¹⁷⁷⁰. Elle a néanmoins précisé le régime de responsabilité des plateformes¹⁷⁷¹.

d'« éditeur ». Cette définition est suffisamment large de notre point de vue d'englober les plateformes de *reward based crowdfunding*. Les définitions de l'hébergeur et de l'éditeur sont aujourd'hui distinctes en droit français. En droit interne la distinction n'était pas présente au sein de l'article 43-8 de loi n° 86-1067 du 30 septembre 1986 relative à la liberté de communication (Loi Léotard) créé par la Loi n° 2000-719 du 1 août 2000 modifiant la loi n° 86-1067 du 30 septembre 1986 relative à la liberté de communication. La loi n° 2004-575 du 21 juin 2004 pour la confiance dans l'économie numérique distingue en revanche déjà l'hébergeur (article 6, I, 2 de la loi) de l'éditeur (article 6, III de la loi). La définition de l'hébergeur : « *Les personnes physiques ou morales qui assurent, même à titre gratuit, pour mise à disposition du public par des services de communication au public en ligne, le stockage de signaux, d'écrits, d'images, de sons ou de messages de toute nature fournis par des destinataires de ces services* ». La définition d'éditeur : « *Les personnes dont l'activité est d'éditer un service de communication au public en ligne mettent à disposition du public, dans un standard ouvert (...)* ». S'agissant de la distinction des éditeurs et hébergeurs : les éditeurs ont un rôle actif dans le contrôle des données stockées (cette position résulte de la décision CJUE nos C-236/08 à C-238/08, « Google France », 23 mars 2010, consid. 3. : Cour de justice de l'Union européenne, Grande Chambre, Arrêt du 12 juillet 2011, Affaire n° C-324/09, consid. 113 et 116). CA Paris, pôle 4 ch. 4, 3 janv. 2023, n° 20/0806. Sur cet arrêt: YILDIZ J.P., SPITZ B., REALEX B., PAGLIARI B., « *Qualité et responsabilité des plateformes locatives : pour la CA Paris, AIRBNB n'héberge pas des annonces mais des gens* », Rev. Lamy Droit de l'Immatériel, n° 202, 1er avril 2023, p.39 à 48. Pour une vue d'ensemble de la distinction entre le statut d'hébergeur et d'éditeur : M. BERNHEIM-DESVAUX S., « *Dichotomie entre les statuts hébergeurs et d'éditeur*, » 6200, Lamy droit économique, date d'actualisation : 28 novembre 2022 La qualification d'éditeur est également retenue par Iris Barsan en raison du rôle actif des plateformes dans le traitement des contenus (des offres de financement participatif) : BARSAN I.M., « *La régulation des plateformes de financement participatif* », op.cit. p. 9, section II, A).

¹⁷⁷⁰ Directive 2000/31/CE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2000, article 10 a posé une obligation d'information concernant les contrats conclus. L'absence d'obligation générale de surveillance résultait de l'article 15 de la directive. Ces dispositions ont été fidèlement transposées en droit français notamment au sein des articles 1369-4 du Code civil (aujourd'hui elles sont à l'article 1127-1 du Code civil) s'agissant de l'article 10 de la directive 2000/31/CE; et au sein de l'article 6, 7 de la loi LCEN (n° 2004-575 du 21 juin 2004 pour la confiance dans l'économie numérique) s'agissant de l'article 15 de la directive 2000/31/CE. Sur le rôle technique des plateformes sous la directive 2000/31/CE : CASTETS-RENARD C. Castets-Renard, « *Régulation des plateformes en ligne* », Fasc. 1245, JCl. Europe Traité, date d'actualisation: 1^{er} décembre 2021, n°19.

¹⁷⁷¹ Les hébergeurs bénéficient d'une limitation forte de leur responsabilité alors que ce n'est pas le cas des éditeurs. Directive 2000/31/CE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2000, articles 14, b) (responsabilité des hébergeurs – éditeurs) et l'article article 6, III de la LCEN. LE GALL D., « *Sur la*

406 La directive « Omnibus ». Les premières règles européennes imposant des obligations de bonne conduite relativement contraignantes aux plateformes portant sur les contenus diffusés sont apparues en 2019 à travers la directive 2019/2161 dit « *Omnibus* »¹⁷⁷². Notons que le droit français avait devancé les réformes européennes par la mise en place de l'obligation de loyauté à la charge des plateformes en ligne ainsi que des informations précontractuelles¹⁷⁷³.

responsabilité de l'éditeur et de l'hébergeur : La responsabilité pénale des acteurs de l'internet », Lexis360, date d'actualisation : 18 juillet 2022, n°3.1. (hébergeur), n°2.3/c) (éditeur). DERIEUX E., « *Responsabilités des services de communication en ligne, Détermination des responsables* », Rev. Lamy Droit de l'immatériel, n° 59, 1er avril 2010, p. 2.

¹⁷⁷² Il s'agit de la directive dit « Omnibus » (Directive (UE) 2019/2161 du parlement européen et du conseil du 27 novembre 2019 modifiant la directive 93/13/CEE du Conseil et les directives 98/6/CE, 2005/29/CE et 2011/83/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne une meilleure application et une modernisation des règles de l'Union en matière de protection des consommateurs. Sur les obligations résultant de la directive : PELLIER J.-D., « *Regard sur la directive dite Omnibus 2019/2161 du 27 novembre 2019* », Rev. des contrats, n°02, 11 juin 2020, (p. 76 à 84).

En droit français les articles adaptés après la transposition de la directive Omnibus étaient l'article L.221-15 et l'article L.221-3 du Code de la consommation (s'agissant de l'information précontractuelle). La transposition de la directive Omnibus a eu lieu à travers l'Ordonnance n° 2021-1734 du 22 décembre 2021 transposant la directive 2019/2161 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 et relative à une meilleure application et une modernisation des règles de l'Union en matière de protection des consommateurs. L'impact sur le droit français: PELLIER J.-D., « *Regard sur la transposition de la directive Omnibus* », Rev. des contrats, n°02, 1er juin 2022, (p. 95 à 102).

¹⁷⁷³ L'obligation de loyauté résulte de l'article L.111-7, II du Code de la consommation qui semble concerner les plateformes de financement participatif (ces dernières semblent tomber dans le périmètre de l'article L.111-7, I, 2° du Code de la consommation qui englobe dans la définition des plateformes en ligne toute personne physique ou morale proposant des services de communication au public en ligne reposant sur « *la mise en relation de plusieurs parties en vue de la vente d'un bien, de la fourniture d'un service ou de l'échange ou du partage d'un contenu* »). Des informations précontractuelles pèsent également sur des plateformes en vertu de l'article de L.111-7, II du Code de la consommation et de l'article D.111-8 du Code de la consommation. Les articles faisant partie de la partie législative du Code de la consommation sont issus de la loi n° 2016-1321 du 7 octobre 2016 pour une République numérique (article 49). Celui appartenant à la partie réglementaire est issu du décret n° 2017-1434 du 29 septembre 2017 relatif aux obligations d'information des opérateurs de plateformes numériques (article 1). Sur ce point : Sur les obligations de loyauté et les obligations informationnelles des plateformes : ANCELIN O., BARBU F., « *Obligation de loyauté des plateformes* », 4784, Lamy droit économique date d'actualisation : novembre 2022. Il convient de préciser que la loi Macron a déjà imposé en 2015 des obligations informations précontractuelles à l'ensemble des intermédiaires au sein

La directive Omnibus a imposé des obligations de transparence aux opérateurs de places de marchés en ligne¹⁷⁷⁴, ces dernières étant susceptibles de comprendre les plateformes de *reward based crowdfunding*¹⁷⁷⁵. Les consommateurs bénéficient grâce à cette directive notamment des informations sur leurs droits¹⁷⁷⁶ mais aussi d'informations sur la répartition des obligations entre le tiers vendeur du bien et la place du marché¹⁷⁷⁷.

407 Le Digital Services Act (« DSA »). Les obligations d'informations pesant sur les plateformes en ligne, désormais définies en droit européen, ont été encore renforcées par le *Digital Services Act* (« DSA »)¹⁷⁷⁸ notamment par l'obligation de concevoir une interface

de l'article L.111-5-1 du Code de la consommation (loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques, article 134).

¹⁷⁷⁴ Directive (UE) 2019/2161, article 4, « *article 6bis, 1.* »,

¹⁷⁷⁵ Directive (UE) 2019/2161, article 4, « *article 2, e), 17)*, « définit la place de marché en ligne : « *un service utilisant un logiciel, y compris un site internet, une partie de site internet ou une application, exploité par le professionnel ou pour son compte qui permet aux consommateurs de conclure des contrats à distance avec d'autres professionnels ou consommateurs* ». Le fournisseur de place de marché était défini à l'article 4, « *article 2, e), 18)* (« *tout professionnel qui fournit une place de marché en ligne aux consommateurs* »). L'ordonnance n° 2021-1734 du 22 décembre 2021 transposant la directive 2019/2161 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 et relative à une meilleure application et une modernisation des règles de l'Union en matière de protection des consommateurs (article 1) a défini la place de marché en ligne de manière similaire que la directive. Dans la mesure où les plateformes de *reward based crowdfunding* permettent de conclure des contrats à distance elles sont susceptibles d'être qualifiées de places de marchés en ligne.

¹⁷⁷⁶ Directive (UE) 2019/2161, article 4, « *article 6bis, 1., a)* » (transposée au sein de l'article L.121-3 du Code de la consommation par l'ordonnance n° 2021-1734 du 22 décembre 2021 transposant la directive 2019/2161).

¹⁷⁷⁷ Directive (UE) 2019/2161, article 4, « *article 6bis, 1., d)* ».

¹⁷⁷⁸ Règlement (UE) 2022/2065 du parlement européen et du conseil du 19 octobre 2022 relatif à un marché unique des services numériques et modifiant la directive 2000/31/CE (règlement sur les services numériques). De notre point de vue les plateformes de financement participatif se voient appliquées les dispositions résultant du DSA. En vertu du règlement font partie des plateformes en ligne les « *les réseaux sociaux ou les plateformes en ligne permettant aux consommateurs de conclure des contrats à distance avec des professionnels* » (Règlement (UE) 2022/2065 du parlement européen et du conseil du 19 octobre 2022, consid. 13). La définition de la plateforme en ligne de l'article 3, i) du règlement : « *un service d'hébergement qui, à la demande d'un destinataire du service, stocke et diffuse au public des informations, à moins que cette activité ne soit une caractéristique mineure et purement accessoire d'un autre service ou une fonctionnalité mineure du service principal qui, pour des raisons objectives*

permettant aux destinataires du service de prendre une décision libre et éclairée¹⁷⁷⁹, la traçabilité des professionnels (qui exige l'identification des vendeurs des produits ou des services)¹⁷⁸⁰ la mise en place d'un système interne de traitement des réclamations¹⁷⁸¹ et un dispositif permettant le règlement extrajudiciaire des litiges qui sont désormais obligatoires pour toutes fournisseurs de plateformes en ligne¹⁷⁸².

Ces obligations constituent désormais un socle commun de diligences que les plateformes de *reward based crowdfunding* doivent appliquer. Elles sont susceptibles de faciliter l'accès des consommateurs à des informations et elles leur permettent de prendre une décision avisée et de se faire rembourser en cas d'absence de livraison ou de non-conformité du produit ou des services. Ces obligations sont, de notre point de vue, particulièrement pertinentes en présence de plateformes proposant des offres de levées de fonds d'entreprises en phase de création.

et techniques, ne peut être utilisée sans cet autre service, et pour autant que l'intégration de cette caractéristique ou de cette fonctionnalité à l'autre service ne soit pas un moyen de contourner l'applicabilité du présent règlement ». Le service d'hébergement est défini à l'article 3, g), iii) du règlement : il s'agit d'un service « consistant à stocker des informations fournies par un destinataire du service à sa demande ». Cette définition correspond, de notre point de vue à l'activité des plateformes de financement participatif qui stockent des informations de leur clientèle, et diffusent des informations au public. Il reste néanmoins possible que le service d'hébergement soit considéré comme accessoire au service de plateformes de financement participatif qui se verront ainsi exclu du champ d'application du règlement. Sur ce point : MACCHIAVELLO E., VALENTI C., *Beyond the ESCPR and financial-return: the regulation of donation and reward-based crowdfunding in the EU*, op.cit. p. 26, n°40.79.

Le projet de loi préparant la transposition de la DSA prévoit transposer certaines dispositions (articles, 25, 30 et 31 notamment) au sein de l'article L.133-1 du Code de la consommation (Assemblée nationale, *Projet de loi visant à sécuriser et réguler l'espace numérique*, Procédure accélérée, Première lecture, Enregistré à la Présidence du Sénat le 21 septembre 2023, article 26, n°24 et suivants).

¹⁷⁷⁹ Règlement (UE) 2022/2065, article 25.

¹⁷⁸⁰ Règlement (UE) 2022/2065, article 30. Nous notons également que l'opérateur de la plateforme doit également permettre aux professionnels de respecter leurs obligations d'informations précontractuelles (article 31 du Règlement (UE) 2022/2065).

¹⁷⁸¹ Règlement (UE) 2022/2065, article 20. Sur ce point : LOISEAU G., « *Le Digital Services Act* », Communication Commerce électronique n° 2, Février 2023, étude 3, p. 5, n°10.

¹⁷⁸² Règlement (UE) 2022/2065, article 21.

En outre, ces obligations complètent efficacement celles applicables aux IFP, même si elles ne les remplacent pas : les exigences propres aux IFP restent plus précises et adaptées au modèle d'affaire des plateformes de financement participatif.

Conclusion du Chapitre I

408 Un moyen de financement intéressant pour les entreprises très jeunes. *Le reward based crowdfunding* semble constituer un moyen de financement intéressant pour les très jeunes entreprises eu égard au produit de financement employé. La levée de fonds par prévente ne fait pas peser les mêmes risques sur la jeune entreprise qu'une levée de fonds par émission de titres de capital ou qu'une demande de crédit (bancaire ou non). *Le reward based crowdfunding* répond également aux besoins de particuliers désireux d'obtenir des produits innovants avant leur distribution officielle.

Le reward based crowdfunding constitue également une avancée d'un point de vue conceptuel. Son apparition marque l'émergence des produits de financement entièrement basés sur l'internet qui trouvent leur source dans la technique d'agrégation de données sur internet : dans le *crowdsourcing*.

409 Un moyen de financement fortement limité en raison des caractéristiques du produit de financement employé. Ce moyen de financement, qui donne accès aux jeunes entreprises à des levées fonds par vente des produits utilitaires, connaît cependant des limites importantes notamment quant à la taille de la levée de fonds et à l'emploi des fonds levés. Les limitations trouvent leur source, dans une grande mesure, dans l'absence complète de marché secondaire destiné aux titulaires des contrats donnant droits à des récompenses obtenues dans le cadre d'une campagne de *reward based crowdfunding*.

En outre, le cadre juridique actuel du droit de la consommation fait peser des contraintes importantes sur les entreprises faisant appel au *reward based crowdfunding*.

Enfin, l'encadrement des intermédiaires de *reward based crowdfunding* reste très lacunaire aussi bien en droit français qu'en droit européen, ce qui est regrettable compte tenu du rôle important voire déterminant que peuvent jouer les plateformes intermédiaires dans les opérations de financement participatif, tout particulièrement dans le financement des jeunes pousses.

CHAPITRE II : L'OFFRE AU PUBLIC DE JETONS : UN MOYEN DE FINANCEMENT PRESENTANT DES OPPORTUNITES POUR LES *START-UP* ET DES RISQUES POUR LES SOUSCIPTEURS

410 Similarité entre les jetons et les contrats de prévente. Les jetons utilitaires (ci-après « *jetons* ») sont avant tout des biens incorporels donnant accès à un produit ou à un service futur. Ainsi, les droits qu'ils accordent à leurs titulaires sont très similaires à ceux conférés aux participants d'une campagne de *reward based crowdfunding*. Les jetons semblent donc également adaptés aux entreprises très jeunes. Ils ne font, en principe, pas encourir aux entreprises levant des fonds des risques similaires aux titres de capital ou aux titres de créance. Les jetons se différencient cependant des droits accordés dans le cadre d'une campagne de *reward based crowdfunding* et présentent des avantages et des risques qui leur sont propres.

411 Les différences entre les jetons et les droits à des récompenses. Les jetons se différencient des droits à des récompenses sur un point fondamental. Ces jetons ne sont pas des droits mais des biens meubles incorporels représentant des droits. Les jetons, contrairement aux droits à des récompenses, sont matérialisées par un actif ayant des caractéristiques techniques et juridiques bien définies.

Deux caractéristiques des jetons nous paraissent, en outre, particulièrement importantes à souligner : la transmission sécurisée (sur un registre distribué¹⁷⁸³) et la fongibilité des

¹⁷⁸³ Nous ferons dans le cadre de la présente thèse référence aux « *registres distribués* » conformément au règlement MiCA (article 3, 1. (2) du Règlement (UE) 2023/1114 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023). Le règlement MiCA fait référence à la notion des registres distribués dans la définition des crypto-actifs (article 3, 1. (5) du règlement du parlement européen et du conseil sur les

jetons. Ces caractéristiques permettent aux jetons d'être échangés rapidement et en grande quantité sur des plateformes de négociation de jetons (qui ont un fonctionnement généralement similaire aux SMN ou à des marchés réglementés connus en matière d'instruments financiers¹⁷⁸⁴). La possibilité d'échange sur des plateformes de négociation confère des atouts importants à ces actifs, les rendant adaptés au financement des *start-up* ayant dépassé la phase *seed*. L'offre au public de jetons présente cependant des risques largement supérieurs aux campagnes de *reward based crowdfunding*.

412 La difficulté de la conception d'un cadre juridique adapté pour les émissions de jetons et leur admission à la négociation. L'offre au public de jetons présente des risques sensiblement plus élevés qu'une campagne de *reward based crowdfunding*. Dans la mesure où les souscripteurs de jetons acquièrent ces derniers généralement dans un objectif spéculatif, les risques résultant de la commercialisation de ces instruments qui ne sont pas des instruments financiers sont pourtant similaires à ceux connus en présence des titres financiers. Le cadre juridique conçu pour les émissions de jetons et pour les prestataires permettant leur échange doit donc répondre aux risques en matière de sélection des instruments et de suivi de l'émetteur.

marchés de crypto-actifs). Il convient de noter que le cadre juridique actuel fait référence au dispositif d'enregistrement électronique à l'article L.552-2 définissant les jetons). Les termes registres distribués et DEEP font référence à la même technologie de la blockchain. Ce sont les clés numériques privées qui matérialisent l'actif et permettent de mouvementer un jeton ou un portefeuille contenant le jeton (AYDAR M., SCETIN S.C., AYVAZ S., AYGUN B., « *Private key encryption and recovery in blockchain* », arXiv:1907.04156 (cs), July 2019 p. 2). Les ICO sont basés sur la technologie des registres distribués contrairement au *reward based crowdfunding* : BLOCK J.H., GROH A., HORNUF L., VANACKER T., VISMARA S., « *The entrepreneurial finance markets of the future : a comparison of crowdfunding and initial coin offerings* », Small Business Economics, 7 avril 2020, p. 866, n°1 et 2.1.

¹⁷⁸⁴ Sur ce point : ZHOU Z., SHEN B., « *Towards understanding the use of Centralised Exchanges for Decentralised Cryptocurrency* », 13th International Conference on Applied Human Factors and Ergonomics (AHFE 2022), arXiv : 2204.08664, April 2022. p. 2. La définition des plateformes de négociation de jetons (issue de l'article D.54-10-3, 4° du Code monétaire et financier et de l'article 3., 1, 18) du règlement (UE) 2023/1114 est similaire à celle des SMN (article L.420-1 du Code monétaire et financier). Il s'agit des systèmes qui permettent l'interaction des intérêts acheteurs et vendeurs dans le but de conclure des transactions.

Dans un premier temps nous analyserons l'offre au public de jetons afin de savoir dans quelle mesure ce moyen de financement constitue une réponse aux insuffisances du *reward based crowdfunding* et quels sont les nouveaux risques qu'il fait émerger (Section I). Dans un second temps nous aborderons la mise en place du cadre juridique destiné aux offres au public des jetons et à leur admission à la négociation et les difficultés liées à la conception d'un cadre juridique adapté (Section II).

Section I : Des opportunités et des risques plus importants que le *reward based crowdfunding* en matière de financement des *start-up*

413 Les nouvelles opportunités propres à l’offre au public de jetons. Les jetons présentent des caractéristiques très hétérogènes, ce qui rend difficile l’identification de leurs avantages et leurs inconvénients vis-à-vis des *start-up* et des souscripteurs.

Dans le cadre de notre étude, nous procéderons dans un premier temps à une analyse comparée des avantages que présentent les jetons d’une part et des droits à des récompenses. Nous examinerons également l’offre au public de jetons du point de vue du financement des *start-up* et nous déterminerons si ce moyen de financement permet de conserver les atouts propres au financement par prévente. Nous nous demanderons enfin si l’offre au public de jetons confère des avantages supplémentaires vis-à-vis des jeunes pousses par rapport au financement par *reward based crowdfunding*.

414 Un moyen de financement faisant émerger des nouveaux risques. Dans le cadre de notre étude, il semble également nécessaire d’examiner dans quelle mesure l’offre au public de jetons est susceptible de faire émerger de nouveaux risques en matière de financement des *start-up*.

Il convient d’emblée de souligner les risques liés à la sélection des projets pour les potentiels souscripteurs qui n’ont que très peu d’informations sur les émetteurs de jetons et qui restent largement dépendants de ces derniers quant à la qualité des informations fournies.

Nous aborderons dans un premier temps les atouts des jetons du point de vue des jeunes entreprises innovantes (1§) afin de poursuivre notre analyse avec les risques inhérents à ces nouveaux produits (2§).

1§) Des opportunités plus importantes par rapport au reward based crowdfunding

415 Un produit utilitaire comportant des avantages par rapport aux contrats de prévente. Le financement par jetons présente des similarités avec le *reward based crowdfunding* notamment au regard du caractère utilitaire des droits accordés aux souscripteurs dans le cadre de l'opération. Le financement par jetons reste facilement accessible pour les entreprises les plus jeunes, et particulièrement pour celles opérant dans le secteur du numérique (A).

Les jetons sont cependant fréquemment acquis non pour les droits utilitaires qu'ils confèrent à leurs propriétaires mais pour des raisons financières (ou spéculatives). Les jetons comportent des caractéristiques proches des titres financiers qui peuvent être facilement échangés ou transférés en grande quantité (B).

A) Un produit accessible aux *start-up* très jeunes et conçu pour les entreprises du numérique

416 Un produit accessible à des *start-up* très jeunes opérant dans le domaine du numérique. Les jetons constituent des produits dont l'émission reste peu coûteuse pour une entreprise. Celle-ci ne partage pas son capital avec les nouveaux investisseurs et ne devient pas non plus débiteur dans le cadre d'un contrat de crédit (1). Les jetons s'avèrent en outre particulièrement adaptés aux entreprises du numérique et aux plateformes en ligne en raison de leur caractère virtuel (2).

1) Un produit intéressant pour les start-up en phase d'amorçage

417 Une similarité forte entre le financement par récompense et par jetons du point de vue de l'émetteur. Malgré leurs différences notables, le *reward based crowdfunding* et l'offre au public de jetons partagent de nombreuses caractéristiques du point de vue de la société émettrice. Comme mentionné au cours des développements précédents, la nature juridique des droits conférés par des jetons à leurs détenteurs reste similaire à ceux existants

en matière de *reward based crowdfunding* même si le processus d'émission peut comporter des différences notables (il ne s'agit pas nécessairement d'une opération intermédiée comme en matière de *reward based crowdfunding*)¹⁷⁸⁵. Les jetons utilitaires confèrent des droits à des biens ou services futurs¹⁷⁸⁶, fournis par l'émetteur de jetons, à l'exclusion de tout droit aux bénéficiaires ou encore de droits politiques.

418 Des outils de prévente permettant de tester les marchés. L'émission de jetons conduit généralement à la conclusion d'un contrat de vente entre l'émetteur et le

¹⁷⁸⁵ KNOTT M., STRICH F., STRUNK K., MAYER A-S., « *Uncovering potential barriers of using initial coin offerings to finance artistic projects* », *Journal of Cultural Economics*, 46, 8 April 2022, p. 318. (sur les divergences entre *reward based crowdfunding* et *initial coin offering* sur les différences en general). BLOCK J.H., GROH A., HORNUF L., VANACKER T., VISMARA S., « *The entrepreneurial finance markets of the future : a comparaison of crowdfunding and initial coin offerings* », op.cit., p. 867 et s. (sur les différences en général) et 870, n°2.3.1 (s'agissant de la désintermédiation).

¹⁷⁸⁶ Dans le régime juridique issu de la loi PACTE (loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, article 85) la définition du jeton ressort de l'article L.54-10-1, 1° du Code monétaire et financier et de l'article L.552-2 du Code monétaire et financier. Les articles n'évoquent pas explicitement la notion de « *jetons utilitaires* » ou encore du caractère utilitaire des droits accordés. Le caractère utilitaire, qui est propre aux jetons visés par l'article L.54-10-1 du Code monétaire et financier est défini négativement par rapport aux instruments financiers et des bons de caisse par l'article en question. Les jetons utilitaires peuvent donner droit à tout bien ou service (excluant toutefois les droits caractérisant les instruments financiers ou les bons de caisse). L'article ne dissipe pas toute ambiguïté concernant la nature des droits pouvant être attribués aux détenteurs de jetons utilitaires. Sur le caractère large de la qualification de jetons donnée par le droit français : DRUMMOND F., « *Loi PACTE et actifs numériques* », *Bull. Joly Bourse*, n°04, 1er juillet 2019, p. 63, n°16. Sur la typologie des actifs numériques instituée par la loi PACTE : DEVÈZE J., et al., « *Typologie des jetons (« tokens ») et qualifications juridiques* » 5652, *Lamy droit du financement*, date d'actualisation : 12 décembre 2022. Sur la frontière floue entre titres financiers et actifs numériques (et notamment jetons) notamment au regard de la qualification de titre de créance innommé défini par l'article L.228-36 A du Code de commerce : PAILLER P., « *La distinction des tokens et titres financiers* », op.cit., n°3. Le caractère utilitaire des jetons est, contrairement à la loi PACTE, en revanche explicitement évoqué par le règlement MiCA (du Règlement (UE) 2023/1114, article 3, 1. (9)). Nous notons néanmoins que règlement MiCA définit également d'autres catégories de jetons : notamment les jetons de monnaie électronique (article 3, 1. (7) du règlement) et les jetons référant à un actif (article 3, 1. (6) du règlement).

Il convient néanmoins de noter que des systèmes juridiques étrangers peuvent avoir des opinions très divergentes quant à la qualification de ces actifs (l'exemple le plus marquant étant peut-être les Etats-Unis où le droit fédéral exige l'application du *howey test* permettant de qualifier un certain nombre de jetons en securities (sur ce point : MENDELSON M., « *From Initial Coin offerings to Security Tokens : A U.S. Federal Securities Law Analysis* », 22 *stan. tech. l. rev.* 52, 2019, p. 66 et s., section IV et s.).

souscripteur : il s'agit donc d'une opération de « *prévente* » comme celle réalisée dans le cadre d'une campagne de *reward based crowdfunding*.

Les jetons, comme les droits aux récompenses, sont donc des outils adaptés pour tester un produit ou service innovant et attirer des utilisateurs sur une plateforme¹⁷⁸⁷. Ce cas d'usage semble très intéressant pour les très jeunes entreprises qui doivent faire des efforts de *marketing* afin de faire connaître leurs produits ou services.

419 Un produit de financement peu engageant pour l'émetteur. Comme en matière de *reward based crowdfunding*, l'émetteur ne s'engage à rien d'autre dans le contrat (qui est susceptible de prendre la forme d'un contrat de vente) conclu avec les souscripteurs qu'à la livraison du produit.

Le jeton se différencie donc des titres de capital et de la plupart des titres de créance dans la mesure où la société émettrice ne promet ni un partage de bénéfice, ni un rendement monétaire¹⁷⁸⁸. L'engagement de donner accès à un bien ou service futur reste tout à fait compatible avec l'objectif d'une entreprise en phase de création. Par ailleurs, la levée de fonds par jetons permet à l'entreprise d'épargner son capital et de ne pas s'endetter trop tôt.

¹⁷⁸⁷ H BLOCK J.H., GROH A., HORNUF L., VANACKER T., VISMARA S., « *The entrepreneurial finance markets of the future : a comparaison of crowdfunding and initial coin offerings* », op.cit., p. 871, n°2.3.2. SCHUCKES M., GUTMANN T., « *Why do startups pursue initial coin offerings (ICOs): The role of economic drivers and social identity on funding choice* », op.cit., p. 1038 à 1039, n°4.2.1 à n°4.2.4. L'offre au public de tokens sont souvent structures en plusieurs phases qui permettent également de tester le marché mais s'adressent à un public plus restreint : MASIAK C., BLOCK J.H., MASIAK T., NEUENKIRCH M., PIELEN K.N., « *Initial coin offerings (ICO) : market cycles and relationship with bitcoin and ether* », *Small Business Economics*, 55, 1113–1130, 23 May 2019, p. 1116.

¹⁷⁸⁸ LEGEAIS D., « *L'absence droits attachés aux titres de capital : L'avènement d'une nouvelle catégorie de biens : les actifs numériques* », *RTD Com.*, 2019, p.191. OECD *Initial Coin Offering for SME Financing*, 2019, p. 31. Mentionné comme l'une des raisons du choix de financement par jetons ; C. Le Moign, « *French ICOs – A new method of financing ?* », November 2018, p. 4 et 5. CATALANI C., GANS J. S., « *Initial Coin Offerings and the Value of Crypto Tokens* », MIT Sloan Research Paper n°5347-17 (disponible sur : <https://papers.ssrn.com>), 5 mars 2019, p. 3. Il convient notamment de rappeler que la différence entre jetons utilitaires et titres de créances innommés (L.213-1 A du Code de monétaire et financier) reste discutable.

2) *Un produit utilitaire conçu pour les entreprises du numérique*

420 L'adéquation des jetons aux entreprises du numérique. Si l'offre au public de jetons permet de pallier des insuffisances principales du *reward based crowdfunding*, il convient de souligner qu'il est surtout adapté aux *start-up* ayant une activité liée au numérique et notamment aux entreprises disposant d'une plateforme en ligne. L'offre au public de jetons n'est cependant pas réservée aux entreprises du *digital* : les entreprises commercialisant des actifs physiques ou des services peuvent également faire appel à ce moyen de financement.

421 Un produit de financement particulièrement adapté aux jeunes entreprises innovantes opérant dans le domaine du numérique. Les jetons présentent une caractéristique technologique particulière : l'enregistrement sur un registre distribué, qui est particulièrement intéressante pour les entreprises du numérique. Les droits attribués aux jetons sont, par définition¹⁷⁸⁹, enregistrés au sein d'un registre distribué ce qui permet d'utiliser les jetons dans la durée, contrairement aux droits aux récompenses qui constituent bien souvent des avantages temporaires. Les jetons présentent donc des avantages majeurs pour les *start-up* dans la création d'une communauté¹⁷⁹⁰.

Les jetons peuvent servir de monnaie d'échange au sein d'un système fermé, ce qui est utile en matière de vente en ligne mais également dans le monde des jeux vidéo. Il est notamment possible de donner l'exemple des actifs numériques permettant aux joueurs d'acquérir des objets exclusifs au sein même du jeu¹⁷⁹¹. Les jetons peuvent également

¹⁷⁸⁹ Comme précisé *supra* n°n°308.

¹⁷⁹⁰ SCHUCKES M., GUTMANN T., « *Why do startups pursue initial coin offerings (ICOs) : The role of economic drivers and social identity on funding choice* », *Small Business Economics* 57, p. 1038, n°4.2.

¹⁷⁹¹ Il est possible de donner l'exemple l'actif numérique Enjin (sigle : ENJ) (informations disponibles sur : <https://enjin.io/>). S'agissant du nombre d'ICO réalisés dans le secteur : ANTE L., SANDNER P., FIELDLER I., « *Blockchain Based ICOs : Pure hype or the Dawn of a New Era of Startup Financing* », *Journal of Risk and Financial Management*, November 2018, p. 9, n°4.1.

être utilisés comme des outils réduisant les frais de transactions¹⁷⁹² ou encore faciliter l'accès à des services de stockage en ligne¹⁷⁹³.

422 Un moyen de financement ouvert à des jeunes entreprises n'opérant pas dans le domaine du numérique. Les jetons ne sont pas réservés aux entreprises en ligne ou celles opérant dans le domaine du numérique. Dans la pratique, rien n'interdit dans le cadre juridique français à une entreprise d'émettre des jetons et de donner des réductions sur des produits physiques à travers des jetons ou d'accorder des avantages divers à des clients en fonction de la quantité de jetons détenus. Cette opération, également appelée « *tokenisation* », ¹⁷⁹⁴ nécessite néanmoins une analyse juridique approfondie préalablement au lancement de l'opération.

B) Un produit doté d'un marché secondaire

423 La facilitation de l'échange des jetons et leur utilisation à des fins d'investissement. Si les jetons comportent des similarités fortes avec les droits à une récompense, ils ne connaissent pas les mêmes limites et peuvent être aisément échangés sur un marché secondaire (A). Cette possibilité confère des atouts supplémentaires aux *tokens* : ces derniers peuvent être utilisés par leurs détenteurs comme des produits d'investissement (2).

¹⁷⁹² De nombreux tokens disposent de cette fonctionnalité et notamment le token BNB (sigle : BNB) (sur ce token : <https://www.binance.com/en/bnb>).

¹⁷⁹³ Il est possible de mentionner comme exemple notamment le token Storj (sigle : STORJ). Sur ce token : <https://www.storj.io/>.

¹⁷⁹⁴ La *tokenisation* peut porter sur les actifs physiques et immatériels également. Une étude sur le processus de la tokenisation : HEINES R., JUNG R., « *The Tokenisation of Everything : Towards a Framework for Understanding the Potentials of Tokenised Assets* », Association for Information Systems Association for Information System, 7 décembre 2021 (dont nous souhaitons souligner en particulier les p. 6 et 9).

1) *L'existence d'un marché secondaire*

424 Une différence fondamentale par rapport au *reward based crowdfunding*. Les jetons comportent un avantage important par rapport au *reward based crowdfunding* tenant à la représentation du droit (à un bien ou à un service) par un actif enregistré sur le registre distribué lequel peut être transmis de façon sécurisée (d'une adresse publique d'actifs numériques à une autre¹⁷⁹⁵).

Le droit à un bien ou à un service, dont devient titulaire d'un souscripteur de jeton, ne résulte pas directement du contrat conclu entre le souscripteur et l'émetteur de jeton mais de la propriété du jeton lui-même. Dans la mesure où le jeton est un bien meuble incorporel, il peut être cédé dans le cadre d'un simple contrat de vente. Les jetons semblent ainsi échapper aux difficultés résultant du régime juridique de cession de contrats (présentes en matière de *reward based crowdfunding*).

Rappelons néanmoins que le transfert de propriété des jeton (qui sont des simples bien meubles incorporels) reste soumis aux règles du droit commun et ne bénéficie pas du régime dérogatoire des titres financiers¹⁷⁹⁶. Ainsi une opération d'émission de jetons nécessite une attention particulière sur le plan contractuel, aussi bien de la part de l'émetteur que de la part du souscripteur du jeton.

¹⁷⁹⁵ Le droit français tient compte de la transmission facilitée des jetons et définit les jetons à travers la transmission par inscription au sein d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé (Article L.552-2 du Code monétaire et financier. Sur la transmission des actifs numériques (comprendant les jetons) : VAMPARYS X., « *Blockchain, Initial Coin Offerings et crypto-actifs* », 3 septembre 2020, Études Joly Bourse, n°12 et 16).

¹⁷⁹⁶ Ils ne bénéficient pas du régime dérogatoire des titres financiers dont la transmission est simplifiée sur le plan juridique résultant notamment des articles L.211-15 (transmission de compte à compte) ; article L.211-16 (absence de revendication d'un titre financier dont la propriété a été acquise de bonne foi) et de l'article L.211-17, I du Code monétaire et financier (transfert de propriété lors de l'inscription en compte). Le transfert de propriété intervient à l'occasion de la conclusion du contrat de vente (article 1196 du Code civil).

La sécurité technique des registres distribués¹⁷⁹⁷, résultant de l'horodatage des mouvements dans le registre ouvrir la voie à la création d'un véritable marché secondaire des jetons. L'importance du marché secondaire se trouve accentuée par une caractéristique importante propre à une grande partie des jetons : leur fongibilité¹⁷⁹⁸.

La fongibilité qui caractérise les jetons (et qui ne caractérise pas les droits aux récompenses accordés aux participants d'une campagne de *reward based crowdfunding*) ouvre la possibilité de l'échange des jetons en grande quantité à travers des plateformes multilatérales¹⁷⁹⁹.

¹⁷⁹⁷ KNOTT M., STRICH F., STRUNK K., MAYER A-S., « *Uncovering potential barriers of using initial coin offerings to finance artistic projects* », op.cit., p. 322, n°2.3.; VAMPARYS X., « *Blockchain, Initial Coin Offerings et crypto-actifs* », op.cit., n°12; HOWELL S.T., NIESSER M., YERMACK D., « *Initial Coin Offerings : Financing Growth with Cryptocurrency Token Sales* », *The Review of Financial Studies* 33, vol. 9, 2020, p. 3930, n°1.

¹⁷⁹⁸ Une grande des jetons sont fongibles entre jetons d'autres natures (PWC, *Crypto-assets*, August 2021, n°2-8). Il convient de préciser que les *non-fungible tokens* peuvent également revêtir dans certains cas de figure la qualification de jetons. Le règlement MiCA exclut les jetons non-fongibles de son champ d'application des. Sur ce point : du Règlement (UE) 2023/1114, consid. 10 et s., article 2, 3. La définition actuelle des jetons, résultant de de l'article L.54-10-1 du Code monétaire et financier, n'exclut cependant pas des NFT du champ d'application du cadre juridique applicable aux prestataires de services sur actifs numériques (résultant de l'article L.54-10-2 du Code monétaire et financier) (sur ce point : AMF, *Quesitons-réponses relatives au régime des prestataires de services sur actifs numériques*, Position DOC-2020-07, date d'actualisation : 19 juillet 2023, n°1.1.

¹⁷⁹⁹ Les réflexions du HM Treasury sont intéressantes sur la notion de la fongibilité et soulignent les caractéristiques facilement transférables des actifs non-fongibles (HM Treasury, *Cryptoasset promotions : Consultation response*, January 2022, p. 11, n°4.9 à 4.14.). En effet la fongibilité semble une caractéristique nécessaire pour l'échange des actifs sur une plateforme de négociation d'actif numérique. La fongibilité est un élément clé pour les titres de capital et titres de créance admises à la négociation (cela ressort du règlement délégué (UE) 2017/568 de la commission du 24 mai 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant l'admission des instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé, article premier, 1.)). La fongibilité semble en effet un élément clé pour la standardisation et *in fine* l'automatisation des interactions (SIFMA, *Electronic Trading Market Structure Primer*, SIFMA *Insight*, October 2019, p. 22) alors que de façon générale les SMN et les marchés réglementés fonctionnent dans une très grande mesure, de façon électronique. C'est en effet l'automatisation qui permet l'interaction multilatérale continue : ALLEN H., HAWKINS J., SATO S., « *Electronic trading and its implications for financial systems* », *Bis papers* n°7, January, 2001, p. 30 et s. Les produits non-standardisés sont en effet difficilement compatibles avec le trading électronique lui-même (Bank for International Settlements, Committee on the Financial System, *The implications of electronic trading on financial markets*, January 2001, p. 15, n°3.4.).

425 Un atout du point de vue des *start-up*. Les jetons échangeables sur des plateformes multilatérales semblent conférer un outil de financement intéressant pour les *start-up* qui peuvent ainsi émettre des produits de financement disposant d'un marché secondaire potentiellement liquide¹⁸⁰⁰.

Il convient néanmoins de rappeler que la possibilité d'échanger des jetons sur une plateforme multilatérale est loin d'être simple en pratique pour les émetteurs de jetons en présence d'une plateforme dit « *centralisée*¹⁸⁰¹ ». L'émetteur doit mener des négociations bilatérales avec l'opérateur de la plateforme en question qui peut imposer des conditions contraignantes à la *start-up*¹⁸⁰².

2) *Un actif intéressant pour les personnes ayant des motivations purement financières*

426 L'utilité des jetons du point de vue des investisseurs. La possibilité de la revente sur un marché secondaire rend intéressante cette catégorie d'actifs pour des personnes ayant des aspirations purement financières. Les jetons sont susceptibles de prendre de la valeur en cas de réussite du projet financé ce qui permet au propriétaire de réaliser un retour sur investissement en cas de revente¹⁸⁰³.

¹⁸⁰⁰ H BLOCK J.H., GROH A., HORNUF L., VANACKER T., VISMARA S., « *The entrepreneurial finance markets of the future : a comparaison of crowdfunding and initial coin offerings* », op.cit., p. 878, n°3.3 ; . SCHUCKES M., GUTMANN T., « *Why do startups pursue initial coin offerings (ICOs) : The role of economic drivers and social identity on funding choice* », op.cit., p. 1035, n°4.1.2 ; . HOWELL S.T., NIESSER M., YERMACK D., « *Financing Growth With Cryptocurrency Token Sales* », op.cit., p. 3926.

¹⁸⁰¹ Nous définissons les plateformes centralisées comme les systèmes multilatéraux disposant d'un opérateur central et n'entrant dès lors pas dans la catégorie des plateformes décentralisées définies *supra* n°385.

¹⁸⁰² L'opérateur doit en effet respecter les critères relatifs à l'admission de négociation résultant du cadre juridique applicable. Les conditions relatives à l'admission à la négociation est précisé *supra* n°105 et s.

¹⁸⁰³ Sur la motivation financière des investisseurs et la perception des tokens comme un moyen d'investissement : BLOCK J.H., GROH A., HORNUF L., VANACKER T., VISMARA S. ; « *The entrepreneurial finance markets of the future : a comparaison of crowdfunding and initial coin offerings* », op.cit., p. 870 à 871, n°2.3.2.. FISCH C. S. VISMARA S., C. MASIAC C., BLOCK J.H.,

Les investisseurs en question peuvent être des personnes physiques, qui peuvent profiter à la fois des avantages utilitaires du jeton en question et de l'augmentation potentielle de leur valeur dans le temps. Rien n'exclut cependant que des personnes morales et notamment des sociétés de gestion gérant des fonds de capital investissement), puissent être intéressées par cette nouvelle catégorie d'actifs.

427 Un actif potentiellement intéressant pour les fonds de capital-investissement. A ce titre il convient de noter que l'évolution réglementaire initiée par la loi PACTE¹⁸⁰⁴ a permis d'accentuer l'interconnexion entre les différentes méthodes de financements : les FPCI¹⁸⁰⁵ et les FPS¹⁸⁰⁶ se voient désormais autorisés à investir directement dans des actifs numériques¹⁸⁰⁷. Le quota d'investissement a été fixé à 20% des actifs pour les FPCI. Le portefeuille des FPS peut entièrement être composé d'actifs numériques.

Nous regrettons néanmoins que les lignes directrices de l'IPEV ne fassent pas mention de méthodes potentielles pouvant être employées pour la valorisation de ces nouveaux actifs¹⁸⁰⁸ (même si la doctrine financière reste abondante sur le sujet)¹⁸⁰⁹.

«*Motives and profiles of ICO investors* », Journal of Business Research, Elsevier, vol. 125(C), 2021, p. 566, n°2.2.2.

¹⁸⁰⁴ Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, article 88.

¹⁸⁰⁵ Article L. 214-160, II du Code monétaire et financier.

¹⁸⁰⁶ Article L. 214-154 Code monétaire et financier.

¹⁸⁰⁷ RIASSETTO Isabelle, STORCK Michel, « *La loi PACTE et la gestion collective* », de Bull. Joly Bourse- n°04, 1er janvier 2019, p. 51 à 52, n°4 à 7.

¹⁸⁰⁸ Le guide IPEV de 2022 (IPEV, *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guide*, December 2022) ne fait pas mention de méthodes de valorisation applicables en matière d'actifs numériques.

¹⁸⁰⁹ Des études sur le sujet : EY, *The valuation of crypto-assets*, 2019 ; GORE I, *Valuation of crypto-assets*, (disponible sur www.researchgate.net), May 2020, p. 28 et s.

Sans orientations données de la part des autorités sur ce point il peut s'avérer particulièrement difficile pour les fonds de répondre aux contraintes juridiques résultant de l'obligation d'évaluation des actifs¹⁸¹⁰.

2§) Les risques plus importants par rapport au reward based crowdfunding et les faiblesses résultant de la position des souscripteurs

428 Les risques propres aux titres financiers. Les jetons sont facilement négociables sur un marché secondaire, ce qui les rapproche des instruments financiers (et plus précisément des titres financiers). Les risques que présentent les actifs numériques sont relativement similaires à ceux que présentent les titres financiers et notamment aux titres de capital. Il s'agit du risque de perte en capital, du risque d'illiquidité¹⁸¹¹ ainsi que des risques informationnels liés à l'évaluation des actifs et au suivi de l'investissement¹⁸¹².

Les jetons comportent cependant quant à eux des risques spécifiques : l'absence de droits informationnels ou politiques attribués aux souscripteurs et l'absence de centralisation des opérations par un intermédiaire rendent difficiles leur évaluation ou encore le suivi de l'entreprise émettrice.

Or, ces lacunes peuvent s'avérer particulièrement dangereuses en présence de jeunes entreprises, qui n'ont bien souvent que très peu d'informations publiquement disponibles.

¹⁸¹⁰ Outre l'absence de méthode de valorisation appropriée il peut être difficile pour une société de gestion de se conformer aux exigences réglementaires en matière de limites de risque quantitatives et qualitatives (article 44 du règlement délégué 231/2013).

¹⁸¹¹ ESMA, EBA, EIOPA, *Les régulateurs financiers de l'UE mettent en garde le public contre les risques liés aux crypto-actifs*, 17 mars 2022, p. 1 (perte de l'argent investi) et 2 (faible liquidité). ; AQUILINA M., FROST J., SCHRIMPF A., « *Adressing the risks crypto : laying out the options* », Bis Bulletin, n°66, 12 January 2023.

¹⁸¹² OFIR M., SADEH I., « *ICO vs IPO: Empirical Findings, Information Asymmetry and the Appropriate Regulatory Framework* », *Vanderbilt Law Review* 525, 2021, p. 579 à 581, section IV.

Nous examinerons dans un premier temps en quoi les risques associés à une offre publique de jetons s'avèrent plus importants que ceux associés à une opération de *reward based crowdfunding* en matière de financement des *start-up* (A). Ensuite nous décrirons plus spécifiquement les fragilités résultant de la position des souscripteurs de jetons (B).

A) Les risques importants liés à la sélection du jeton et au suivi de l'émetteur

429 Une évaluation plus complexe par des souscripteurs étant dans une situation défavorable pour la réaliser. Les souscripteurs de jetons doivent d'abord faire face à des difficultés importantes lors de la sélection des jetons et l'évaluation de l'entreprise émettrice porteuse du projet financé (1). Le jeton étant bien souvent échangeable sur un marché secondaire le détenteur de jeton doit suivre son évolution dans le temps afin de pouvoir réaliser une plus-value lors de la cession du jeton (2).

1) La nécessité d'évaluer le potentiel de croissance de l'émetteur

430 Une différence par rapport au *reward based crowdfunding*. L'une des raisons des risques réduits encourus par les participants dans le cadre des campagnes de *reward based crowdfunding* est l'absence d'objectif financier poursuivi par les contributeurs. Les titulaires des récompenses ne participent pas à la campagne de financement participatif dans un objectif de revente des droits obtenus.

Cette situation réduit sensiblement les risques pesant sur l'acheteur en matière d'évaluation de l'entreprise financée. L'évaluation de la capacité d'une petite entreprise à développer un prototype est plus aisée que celle de son potentiel de croissance.

431 La nécessité d'évaluer le potentiel de croissance de l'émetteur. Le travail d'appréciation devant être mené par un souscripteur de jeton reste largement plus complexe qu'en matière de *reward based crowdfunding*.

En effet, dans la pratique, une très grande partie des souscripteurs a motivations purement financières et souhaitent réaliser une plus-value sur l'actif concerné. Or, dans la mesure où la valeur du jeton est largement corrélée à la croissance ou au succès du projet de son émetteur¹⁸¹³, et ne se résume pas à la valeur du produit ou du service en développement, les détenteurs de jetons doivent soigneusement évaluer le potentiel de croissance de l'émetteur ce qui nécessite des informations sur la qualité du management de celui-ci¹⁸¹⁴.

L'évaluation des jetons à l'occasion de l'entrée en relation se rapproche, à notre sens, d'une *due diligence* devant être réalisée dans le cadre d'une émission de titres de capital (si n'est pas plus complexe que celle-ci¹⁸¹⁵).

2) La nécessité de suivre l'évolution de l'émetteur de jeton

432 Une différence majeure avec le *reward based crowdfunding*. Les risques associés au suivi et au contrôle de l'émetteur de jetons semblent également plus élevés après la souscription que les risques associés au suivi et au contrôle des porteurs de projets dans une campagne de *reward based crowdfunding*. Il est très souvent insuffisant pour les

¹⁸¹³ Sur ce point : DANOS V., MARCASSA S., PRAT J., « *Fundamental Pricing of utility tokens* », THEMA Working Paper n°2019-11, June 2019, p. 2. EY, *The valuation of crypto-assets*, op.cit. p. 10.

¹⁸¹⁴ Sur la qualité du management comme un signal important pour les potentiels souscripteurs des ICO : MOMTAZ P.P., « *Initial Coin Offerings, Asymmetric Information, and Loyal CEOs* », *Small Business Economics*, Springer, vol 57(2), p. 973, 1ⁿ° ; OFIR M., SADEH I., « *ICO vs. IPO: Empirical Findings, Information Asymmetry, and the Appropriate Regulatory Framework*», op.cit., p. 561.

¹⁸¹⁵ Les droits conférés par des actifs numériques peuvent parfois être complexes à comprendre. Il s'agit des avantages tournés vers l'univers des plateformes de actifs numériques (réduction des frais de transactions sur les plateformes ; accès à la gouvernance de l'infrastructure technique de jetons ou à l'infrastructure responsable pour la création de jetons) à l'univers des jeux vidéo (accès à des contenus réservés à une communauté) ou en lien avec des plateformes en ligne (récompenses obtenues pour l'utilisation des données). La compréhension de l'intérêt utilitaire des jetons reste donc, de notre point de vue, relativement complexe. Or il nous semble indispensable de comprendre la technologie sous-jacente aux jetons pour avoir une vision claire du potentiel de de la *start-up* émettrice et *in fine* de la valeur du jeton (sur ce point : CAMPINO J., BROCHADO A., ROSA A., « *Initial coin offerings (ICOs): Why do they succeed?* », *Financial Innovation*, 2022, 8(1), 17 janvier 2022, 6 et 7) .

souscripteurs de se prémunir contre l'incertitude liée à l'obtention du produit auquel donne droit le jeton.

Les détenteurs de jetons devront par ailleurs suivre attentivement le développement de l'émetteur afin d'être en mesure d'anticiper la revente de leurs jetons aux meilleures conditions de marché.

Les détenteurs de jetons semblent donc soumis aux mêmes risques que les détenteurs d'un titre de capital : le jeton peut perdre sa valeur à la suite de retombées médiatiques négatives mais également en cas de mauvaise gestion de la société¹⁸¹⁶. Les détenteurs de jetons sont également soumis aux aléas liés au comportement opportuniste des dirigeants de la société émettrice tout comme dans le domaine du capital-investissement¹⁸¹⁷ qui sont bien souvent difficiles à anticiper.

Comme en matière d'évaluation, les détenteurs de jetons se trouvent dans une situation délicate en présence d'une jeune pousse. Les informations publiques disponibles sur une petite entreprise sont peu nombreuses et cette dernière ne communique pas nécessairement sur les évènements affectant sa santé financière ou l'avancée du projet qu'elle porte.

B) La position défavorable du souscripteur de jeton

433 Les raisons de la position défavorable du souscripteur de jeton. Le travail d'évaluation devant être réalisé par le souscripteur est plus complexe qu'en matière de

¹⁸¹⁶ L'intérêt des souscripteurs de jetons dans la performance financière de l'entreprise : BLOCK J.H., A. GROH A., HORNUF L., VANACKER T., VISMARA S., « *The entrepreneurial finance markets of the future : a comparison of crowdfunding and initial coin offerings* », op.cit., p. 871., n°2.3.2.

¹⁸¹⁷ Sur le caractère élevé des aléa moral : MOMTAZ P.P., « *Entrepreneurial Finance and Moral Hazard: Evidence from Token Offerings* », Journal of Busienss Venturing, Forthcoming (disponible sur papers.ssrn.com), 8 juin 2020, p. 6, n°3.3. Sur le comportement opportuniste du *management* en matière d'ICO : OFIR M., SADEH I., « *ICO vs. IPO: Empirical Findings, Information Asymmetry, and the Appropriate Regulatory Framework* », op.cit. p. 589.

reward based crowdfunding. En outre, la situation du souscripteur potentiel s'avère moins favorable que celle d'une personne participant à une campagne de *crowdfunding* (I).

Les souscripteurs de jetons disposent d'une situation défavorable non seulement au regard de la sélection de l'actif mais également quant au suivi de l'émetteur de celui-ci. Or, le suivi et le contrôle de l'émetteur d'un jeton, à travers les droits politiques et informationnels, se heurtent à des obstacles juridiques résultant de la définition même de l'actif (I).

1) La position défavorable résultant de l'absence d'intervention de l'intermédiaire régulé dans l'opération d'émission

434 L'absence d'intermédiation. Les offres au public de jetons justifient une analyse approfondie à la fois de l'émetteur et du produit ou du service en cours de développement.

Or, l'évaluation de ces aspects reste complexe à réaliser en raison de la situation des souscripteurs. Ces derniers se trouvent en effet dans une situation similaire au *crowdequity* : ils doivent évaluer le potentiel de croissance de l'émetteur sans avoir la possibilité d'entrer personnellement en relation avec ces derniers¹⁸¹⁸.

Contrairement aux opérations de financement participatif, les souscripteurs de jetons ne peuvent en général pas confier le travail d'évaluation de l'entreprise cible à un intermédiaire¹⁸¹⁹.

¹⁸¹⁸ Si juridiquement rien n'exclut une entrée en relation physique entre émetteur de jeton et souscripteur il convient de rappeler que les *initial coin offering* ont habituellement lieu sur le site web mis en place par le porteur de projet (OFIR M., SADEH I., « *ICO vs. IPO: Empirical Findings, Information Asymmetry, and the Appropriate Regulatory Framework* », op.cit., p. 550) et les informations concernant l'émission sont diffusés à travers des réseaux sociaux.

¹⁸¹⁹ BLOCK J.H., A. GROH A., HORNUF L., VANACKER T., VISMARA S., « *The entrepreneurial finance markets of the future: a comparaison of crowdfunding and initial coin offerings* », op.cit., p. 870, n°2.2.3.; SAPKAUSKINENE A., « *Initial Coin Offerings (ICOs): benefits, risks and success measures* », *Journal of Entrepreneurship and Sustainability issues*, March 2020, p. 1476. Sur le rôle des plateformes de notation (l'absence de précision et la complétude des informations diffusées) : OFIR

Seulement une minorité des émissions de jetons sont intermédiées via des « *plateformes de lancement* » (ou « *launchpad* ») qui donnent accès à des nouvelles émissions¹⁸²⁰ et jouent en réalité un rôle assez proche des plateformes de financement participatif.

Les *initial coin offering* ont fréquemment lieu sur un site internet dédié (créé par l'émetteur) et les informations les concernant peuvent seulement être collectées sur certaines plateformes spécialisées ou sur les réseaux sociaux¹⁸²¹.

435 L'existence des plateformes de lancement décentralisées. Le risque résultant de l'absence générale d'intermédiaires dans les opérations d'émission de jetons est amplifié par le caractère décentralisé du fonctionnement de certaines plateformes de lancement¹⁸²². Ces

M., SADEH I., *ICO vs. IPO: « Empirical Findings, Information Asymmetry, and the Appropriate Regulatory Framework »*, op.cit., p. 531 et 587.

¹⁸²⁰ Il est possible de citer comme exemple la plateforme de lancement de la plateforme Binance.com. Cette plateforme permet aux émetteurs de lever de fonds auprès de la communauté de la plateforme (après la sélection des projets. Sur cette plateforme : <https://www.binance.com/fr/blog/launchpad>). Il est également possible de citer Kucoin Spotlight qui fonctionne de manière similaire à celle exploitée par Binance : www.kucoin.com/fr/spotlight-center.

¹⁸²¹ Les nouvelles émissions de jetons sont susceptibles d'être listées sur les sites agrégeant les informations sur les actifs numériques comme CoinMarketCap (<https://coinmarketcap.com/ico-calendar/>). Sur le rôle de Twitter et d'autres réseaux sociaux dans les initial Coin Offerings : CHANSON M., GJOAN J., RISIUS M., WORTMANN F., « *The role of Social Media for Organisational legitimacy and Underpricing* », Thirty Ninth International Conference on Information Systems, San Francisco 2018 (en particulier à partir de la p. 5 et s.); S. Albrecht, « *How Sentiment Impacts the Success of Blockchain Startups – Analysis of Social Media Data and Initial Coin offerings* », Conference: Proceedings of the 52nd Hawaii International Conference on System Sciences, January 2019, p. 4547, n°2.3.

¹⁸²² Sur les différentes fonctions des plateformes décentralisées (qui peuvent agir comme des « *protocoles de financement participatif* ») : FLICHE O., J. URI J., M. VILEYN M., « *Finance décentralisée ou désintermédiée : quelle réponse réglementaire* », Document de réflexion, ACPR, avril 2023, p. 11, n°1.3. Les plateformes de lancement décentralisées offrent à leur client la possibilité de lancer une offre au public suivi par une admission à la négociation sur des marchés secondaires (*initial dex offering* ou « IDO »). Les teneurs de marchés automatisés et les plateformes décentralisées (que nous aborderons *supra* n°402) font partie intégrante du processus de IDO. En effet, en cas de levée de fonds réussie le jeton, émis via la plateforme de lancement décentralisée, devient immédiatement négociable sur les teneurs de marchés automatisés ou sur les plateformes décentralisées. De notre point de vue les plateformes de lancement décentralisées pourraient être notamment Trustpad

plateformes, également appelées plateformes décentralisées (qui s'opposent aux plateformes ayant un fonctionnement centralisé) connaissent souvent un degré d'automatisation très important grâce à la technologie des registres distribués¹⁸²³ ce qui rend leur régulation particulièrement complexe¹⁸²⁴.

(<https://trustpad.io/>) ou de BSC Pad (<https://bsepad.com/>). Sur le déroulement d'un IDO : sur ce point : GREGORIEV G., « *What is IDO – Initial DEX Offering* », 13 janvier 2022 (disponible via : <https://cryptopotato.com/what-is-an-initial-dex-offering-ido-how-is-it-different-than-ico-ieo/>); ZIYANUROV I. : « *IDO vs. ICO : Whats the difference* », (disponible via : b2broker.com) 28 juillet 2022.

¹⁸²³ Nous définissons les plateformes centralisées comme les plateformes dont le fonctionnement n'est pas automatisé grâce à la technologie des registres distribués. Sur la distinction des plateformes centralisées et décentralisées : AMF, *Finance décentralisée : protocoles d'échange et gouvernance : vue d'ensemble, tendances observées et points de discussion réglementaires*, papier de discussion, juin 2023, p. 4. La finance décentralisée est basée sur plusieurs couches de programme informatique qui interagissent entre elles (FLICHE O., URI J., VILEYN M., « *Finance décentralisée ou désintermédiée : quelle réponse réglementaire* », op.cit., p. 15, n°1.6. AMF, *Finance décentralisée : protocoles d'échange et gouvernance : vue d'ensemble, tendances observées et points de discussion réglementaires*, op.cit., p. 5).

¹⁸²⁴ En effet les plateformes qui opèrent de façon décentralisée sont largement automatisées grâce au recours à la technologie des registres distribués et soutiennent fréquemment qu'elles fonctionnent uniquement grâce à leurs utilisateurs qui interagissent de façon « *peer to peer* » (ZETZSCHE D.A., BUCKELY R.P., ARNER D.W., VAN EK M.C., « *Remaining regulatory challenges in digital finance and crypto-assets after MiCA* », Study, Requested by the ECON Committee, European Parliament, 30 avril 2023, p. 115, n°6.3.1.). La loi PACTE ne prévoyait pas de cadre réglementaire pour ces intermédiaires. MiCA exempte en effet de son champ d'application les plateformes qui sont entièrement décentralisées (Règlement (UE) 2023/1114, consid. 22). La distinction partiellement et entièrement décentralisée des plateformes est cependant critiquée par la doctrine de l'ACPR (FLICHE O., URI J., VILEYN M., « *Finance décentralisée ou désintermédiée : quelle réponse réglementaire* », op.cit., p. 40 et 41, n°3-3-2) et par le Parlement européen (ZETZSCHE D.A., BUCKELY R.P., ARNER D.W., VAN EK M.C., « *Remaining regulatory challenges in digital finance and crypto-assets after MiCA* », Study, Requested by the ECON Committee, European Parliament, p. 27 et 28 (n°2.3.4) et 115 et 116 (n°6.3.1.)). Nous pensons qu'en raison de la difficulté de la distinction des plateformes entièrement et partiellement décentralisées et en raison du caractère naissant du marché la grande majorité des plateformes opérant de façon (plus ou moins) décentralisée sont susceptibles de continuer à opérer sans l'obtention d'une autorisation préalable. En outre une grande partie des plateformes bénéficiera de l'exemption ouverte aux plateformes entièrement décentralisées par le règlement MiCA.

Sur le caractère inadapté de la réglementation de la finance traditionnelle à la finance décentralisée : AMF, *Finance décentralisée : protocoles d'échange et gouvernance : vue d'ensemble, tendances observées et points de discussion réglementaires*, op.cit., p. 14 ; ROUKNY T., « *Decentralized Finance : information frictions and public policies, Approaching the regulation and the supervision of decentralized finance* », FISMA, June 2022, p. 37 (sections « *Protocols* » et « *Capacity constrained*

Dans l'incertitude réglementaire actuelle il est possible qu'un grand nombre de plateformes de lancement décentralisées ne soient soumises à aucune réglementation leur imposant des règles de bonne conduite ou organisationnelles.

Cette situation peut s'avérer particulièrement dangereuse pour les souscripteurs qui : peuvent souscrire à des émissions lancées sur les plateformes de lancement décentralisées en pensant légitimement que la plateforme a réalisé des diligences préalables afin de s'assurer que l'émetteur de jeton est une personne physique ou morale existante ou encore que ce dernier dispose d'un véritable projet entrepreneurial¹⁸²⁵.

Dans cette situation seuls les documents d'informations publiés par les émetteurs (appelés *white paper*¹⁸²⁶), les documents d'information technique (dans le *white paper*

institutions »); ZETZSCHE D.A, BUCKELY R.P., ARNER D.W., VAN EK M.C., « *Remaining regulatory challenges in digital finance and crypto-assets after MiCA* ». op.cit., p. 46 à 50, n°3.2..

¹⁸²⁵L'un des risques majeurs reste la possibilité que l'émetteur de jeton qui lève des fonds soit malintentionné et n'ait pas de projet véritable à proposer aux clients. Sur la technique du *rug pull* et les plateformes décentralisées : FLICHE O., URI J., VILEYN M, « *Finance décentralisée ou désintermédiée : quelle réponse réglementaire* », op.cit., n°2.1. Sur le risque lié à l'anonymité des utilisateurs des plateformes décentralisées : « *Decentralized finance (DeFi) : prospectus and policy challenges, Digitalisation and payments* », Eurofi Seminar, Summary, February 2022, p. 140, n°2.3 ; ROUKNY T., « *Decentralized Finance : information frictions and public policies, Approaching the regulation and the supervision of decentralized finance* », FISMA, June 2022, p. 30 et 31.

¹⁸²⁶ OFIR M., SADEH I., « *ICO vs. IPO: Empirical Findings, Information Asymmetry, and the Appropriate Regulatory Framework* », op.cit. p. 552 et 557 et s. sur le contenu du *white paper* Pour la définition du *white paper* en droit français voir *infra* n°393.

ou dans un document séparé)¹⁸²⁷ ou encore la publication du code source du jeton¹⁸²⁸ peuvent aider les souscripteurs de jetons à évaluer le potentiel du projet.

436 L’absence de possibilité de réaliser un *due diligence* approfondie. Les diligences préalables pouvant être réalisées par le souscripteur potentiel sur l’émetteur de jeton sont très limitées. Le souscripteur reste largement tributaire des informations fournies par les sociétés émettrices et des obligations d’informations pesant sur les émetteurs de jetons (que nous aborderons dans le prochain chapitre). Dès lors, les souscripteurs peuvent difficilement se faire une opinion sur le potentiel de la *start-up* ou sur les qualités de l’équipe de management (ou parfois même identifier la société sous-jacente). Il nous semble également difficile pour les futurs souscripteurs, qui sont en grande majorité des particuliers, de mener une analyse approfondie du produit ou service en développement ou encore de comprendre l’architecture technique du jeton¹⁸²⁹.

L’impossibilité de conduire une *due diligence* approfondie sur la *start-up* émettrice nous semble placer les souscripteurs de jetons dans une situation largement moins confortable que les capitaux-risqueurs ou que les participants à une campagne de

¹⁸²⁷ PASTWA A.M., STRESTHA P., THEWISSEN J., TORSIN W., «*Unpacking the black box of the ICO white papers : a topic modelling approach* », *Journal of Coprorae Finance*, 75, 8 June 2022, p. 2. Sur l’impact positif de la description technique au sein du white paper sur le succes de la campagne d’émission de jeton : FENG C., LI N., FRANCO WONG M.H., ZHANG M., «*Initial coin offerings, blockchain technology and disclosures* », *SSRN Electronic Journal*, Janvier 2019, p. 20 et 21. BOURVEAU T., DE GEORGE E.T., ELLAHIE A., MACCHIOCCI D., «*The Role of Disclosure and Information Intermediaries in an unregulated Capital Market : Evidence from Initial Coin Offerings* », *journal of Accounting Reseach*, Volume 60, Issue 1, 2020, p. 132.

¹⁸²⁸ Le succes d’une émission de jeton semble peut dépendre de la publication du code source du jeton : MOXOTO A.C., MELO P., SOUIKIAZIS E., «*Initial Coin Offering (ICO): A systematic review of the literature* », *Proceedings of the 54th Hawaii International Conference on System Sciences*, 2021, p. 4180, n°5.2.1; HOWELL S.T., NIESSER M., YERMACK D., «*Financing Growth With Cryptocurrency Token Sales*», *op.cit.*, p. 3929.

¹⁸²⁹ MOMTAZ P. P., «*Entrepreneurial Finance and Moral Hazard: Evidence from Token Offerings*», *op.cit.*, p. 6, n°3.4. Sur l’absence de connaissance technique des investisseurs comme l’une des sources principaux de l’asymétrie informationnelle en matière d’*initial coin offering* : OFIR M., SADEH I., «*ICO vs. IPO: Empirical Findings, Information Asymmetry, and the Appropriate Regulatory Framework*», *op.cit.*, p. 580, 581 et 587 (sur l’absence d’information diffusées sur les aspects techniques du projet et sur les plateformes de référencement des émissions de jeton).

crowdfunding et permet de s'interroger sur l'adéquation de l'offre au public de jetons au financement des *start-up*.

2) *La situation très vulnérable du détenteur du jeton en raison de l'absence des droits politiques et informationnelles*

437 Une situation vulnérable en raison au regard du suivi de la société émettrice. La situation des détenteurs de jetons intéressés par la réalisation d'une plus-value semble plus risquée que les titulaires des titres de capital également au regard du suivi de la société émettrice. Les détenteurs de jetons ne peuvent pas influencer sur les affaires de la société émettrice en l'absence de droits politiques, informationnels ou des droits de participer aux résultats de la société qui caractérisent les jetons et les produits utilitaires de manière générale¹⁸³⁰.

Or, sans pouvoir s'informer sur l'état de santé de la société ou participer aux décisions structurantes prises par la direction de la société, fréquemment déterminantes dans la vie d'une entreprise de faible maturité, les détenteurs de jetons ne peuvent pas s'assurer que la *start-up* connaîtra une croissance optimale et par conséquent qu'ils pourront céder leurs jetons au moment opportun. Cette situation semble encore plus risquée que celle des détenteurs de titres financiers non cotés : ces derniers bénéficiaient des droits informationnel et politiques, même si ces derniers sont bien souvent restreints.

En l'absence de mécanismes de contrôle les détenteurs de jetons sont très exposés à la perte de la totalité de la somme investie ainsi qu'aux fraudes¹⁸³¹, qui sont fréquentes sur un marché composé essentiellement d'entreprises jeunes.

¹⁸³⁰ Sur l'absence de droits de contrôle : SAPKAUSKINENE A., « *Initial Coin Offerings (ICOs): benefits, risks and success measures* », *Journal of Entrepreneurship and Sustainability issues*, March 2020, p. 1477. En cas d'attribution des droits financiers et politiques le jeton en question pourrait être qualifié de titre financier : SOLERANSKI L., « *Réflexions sur la nature juridique du token* », *Bull. Joly Bourse*, n°03, 1er mai 2018, p. 191 à 196, n°12 ; PAILLER P., « *La distinction des tokens et titres financiers* », *RDBF* n° 3, dossier 10, Mai 2020., p. 49-53, n°1.

¹⁸³¹ Les détenteurs de jetons sont notamment très exposés aux fraudes : KOCH L.A., *The determinants of the failure of ICOs*, master thesis, Université de Liège, 2021-2022, p. 17 ; LIEUBEAU D.,

438 Le changement de situation du détenteur de jetons en cas d'admission à la négociation de jetons. En cas d'admission à la négociation du jeton sur une plateforme les souscripteurs de jetons peuvent consulter les informations affichées sur les plateformes de négociation, et notamment le cours de référence du jeton.

Ces éléments sont susceptibles de conférer une position plus confortable aux souscripteurs, qui pourront céder les jetons détenus en fonction des informations rendues publiques par des opérations de plateformes.

La fiabilité des informations reste cependant tributaire du cadre réglementaire applicable. En outre, et malgré l'admission à la négociation des jetons, les détenteurs de jetons ne disposeront pas de droits politiques et informationnels : leurs sources d'informations resteront relativement restreintes.

Enfin, la cotation d'un jeton sur une plateforme de négociation d'actifs reste, dans la une grande partie d'offre au public de jetons, très incertain.

SCHEFFEL P., « *Cryptocurrencies & Initial Coin Offerings : Are they Scams ? An Emprical Study* », The Journal of British Blockchain Association, p. 2, n°2.1.

Section II : Un cadre juridique allégé par rapport à celui applicable aux instruments financiers : quelle incidence sur le financement des *start-up* ?

439 Les niveaux de risque sensiblement différents entre le *reward based crowdfunding* et l'offre au public des jetons. Si les droits à une récompense obtenus par les participants dans le cadre d'une campagne de *reward based crowdfunding* présentent des caractéristiques communes avec les jetons offerts au public lors d'une offre au public de jetons, les deux moyens de financement comportent des niveaux de risque très différents et nécessitent des garde-fous réglementaires spécifiques.

Ce cadre réglementaire différencié est également justifié par l'insuffisance du droit de la consommation comme outil de protection contre les risques propres aux offres au public de jetons. Certains aspects du droit de la consommation constituent un outil efficace de protection des souscripteurs de jetons : ces derniers se voient notamment accordés un droit de rétractation¹⁸³². Les souscripteurs se trouvent également protégés contre le risque non-conformité ou contre l'éventuel retard ou l'absence de livraison du produit ou service que l'émetteur de jeton s'est engagé de fournir¹⁸³³.

Cependant, dans la majorité des cas, l'avantage accordé par le jeton reste l'accès à un service ou à un avantage lié à un service (tel que la réduction des frais de transactions sur une plateforme de négociation), ce qui rend les dispositions relatives à la non-conformité des biens difficilement applicables dans la pratique.

¹⁸³² Le délai de rétractation de 14 jours (article L.221-18, al. 1 du Code de la consommation) était susceptible de s'appliquer aux jetons dans la mesure où ces derniers étaient vendus à distance. Le règlement MiCA a confirmé l'application du délai de rétractation de 14 jours en matière d'actifs numériques (Règlement (UE) 2023/1114, article 13).

¹⁸³³ Si l'émetteur s'engage dans le cadre de l'offre au public de jeton à vendre un produit ou service (qui peut notamment être décrit dans le *white paper* publié par l'émetteur) il reste soumis aux dispositions relatives à la garantie de conformité et le délai de livraison mentionnées dans la Section II, Chapitre II de la présente Partie.

Le droit de la consommation s'avère insuffisant en matière d'offre au public de jetons car ce corpus juridique ne protège pas contre la perte du capital investi ou l'illiquidité du jeton et fournit seulement une protection partielle en matière de risques résultant de l'asymétrie informationnelle (notamment en matière d'évaluation et le suivi de l'émetteur).

L'absence fréquente d'intermédiaire central dans les opérations d'offre au public de jetons constitue également une différence importante avec le *reward based crowdfunding* et a permis de justifier la mise en place d'un cadre juridique ad-hoc.

440 La mise en place d'un cadre réglementaire propre aux jetons inspiré de celui des instruments financiers. Le législateur français, suivi par le législateur européen, a pris la décision de soumettre les jetons, et plus généralement les actifs numériques, à une régulation *ad-hoc* en matière d'émission de jetons¹⁸³⁴. Cette réglementation, inspirée du cadre juridique applicable aux titres financiers et aux entreprises d'investissement prend également en compte la taille des émetteurs (qui sont très fréquemment des sociétés en phase d'amorçage ou de démarrage) et la jeunesse du marché (les prestataires sont en effet également très fréquemment des *start-up*)¹⁸³⁵.

La mise en place d'un cadre réglementaire ad-hoc nécessitait la création d'un régime relatif à l'émission de jetons afin d'encadrer le marché primaire des jetons. Le Règlement prospectus apparaissait cependant disproportionné pour les petits émetteurs présentant un potentiel d'innovation important¹⁸³⁶. Dans la mesure où les jetons

¹⁸³⁴ S'agissant du cadre juridique français instaurant un visa optionnel pour les offres au public de jetons : Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, article 86, : Article L.552-1 du Code monétaire et financier. S'agissant du cadre juridique européen : Règlement (UE) 2023/1114, article 4, 1 et s.

¹⁸³⁵ Le règlement MiCA justifie dans ses consid.s à plusieurs endroit la mise en place des règles peu contraignantes par la taille des acteurs du marché des actifs numériques : Règlement (UE) 2023/1114, consid. 6 (absence de régulation de la technologie), 27 (émission de jetons) et 95 (règles allégées en matière d'abus de marché).

¹⁸³⁶ MARECHAL A., « *Les ICOs, vers quelle régulation ?*, *Le dilemme de la réglementation des ICO : la solution innovante proposée par l'AMF* », Rev. Lamy dr. aff., n° 140, 1er septembre 2018, p.19 à 23.

disposent d'un marché secondaire (et peuvent être échangés à la fois sur les plateformes de négociation ou *over the counter*) il semblait également nécessaire de mettre en place des obligations informationnelles propres à l'admission à la négociation de ces actifs afin d'encadrer également spécifiquement ce marché secondaire. Les obligations de transparence s'avéraient toutefois également contraignantes par rapport à la taille et la maturité des émetteurs.

A l'image des émetteurs de jetons, les intermédiaires intervenant dans le processus d'émission et de négociation ne sont aujourd'hui soumis qu'à des obligations allégées en matière de bonne conduite. A titre d'exemple les *brokers* fournissant des services d'achat ou vente d'actifs numériques, et d'échange d'actifs numérique contre d'autres actifs numériques¹⁸³⁷ n'ont pas à mener de test de connaissance sur les personnes désireuses de souscrire des jetons¹⁸³⁸. Cette situation restera inchangée sous le régime mis en place par le règlement (UE) 2023/1114 (ci-après « *Règlement MiCA* ») (les prestataires agréés pour l'exécution d'ordres sur actifs numériques pour le compte de tiers¹⁸³⁹ n'auront pas à réaliser de test de connaissance sur les clients).

Il demeure que le cadre réglementaire mis en place par la loi PACTE ou le Règlement MiCA n'a pas prévu d'obligations de bonne conduite adaptées à l'univers des jetons comme l'a fait l'ordonnance du 30 mai 2014 et le Règlement *crowdfunding* en imposant un test de connaissance spécifique à la plateforme lors de l'entrée en relation avec les investisseurs. En effet, l'évaluation de l'adéquation du profil du client nous semble

¹⁸³⁷ Article L.54-10-2, 2° et 3° du Code monétaire et financier.

¹⁸³⁸ Les intermédiaires, réalisant de l'achat ou vente, échange ou d'exécution d'ordres sur actifs numériques n'ont pas à mener de test de connaissance contrairement à leurs homologues opérant sur le marché financier traditionnel. Les prestataires donnant accès à des titres financiers nouvellement émis ne sont, pour une grande partie d'entre (et notamment ceux agissant comme des « *brokers d'exécution* ») ne sont pas contraints de réaliser un test d'appropriation ou encore un test d'adéquation (pour les prestataire fournissant le service de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille un test de connaissance et d'expérience reste néanmoins obligatoire en vertu de l'article 722-21 (gestion de portefeuille) et 722-27 (conseil aux souscripteurs d'actifs numérique) du Règlement général de l'AMF et vertu de l'article 81, 1 du Règlement MiCA (conseil et gestion de portefeuille)). Ainsi les particuliers sont susceptibles de souscrire des jetons sans aucun avertissement sur les risques de la part des prestataires.

¹⁸³⁹ Règlement (UE) 2023/1114, 3, 1. 21).

particulièrement importante sur un marché essentiellement convoité par les jeunes entreprises, tel que le marché des jetons.

441 Un cadre juridique efficace pour protéger les souscripteurs de jetons ? Il est possible de se demander si les informations exigées dans le document d'information et les obligations d'informations pesant sur les émetteurs après l'admission à la négociation permettent l'appréciation de la qualité des émetteurs de jetons de manière appropriée.

Cette interrogation semble d'autant plus justifiée que de nombreux régulateurs européens et à l'échelle mondiale n'ont pas suivi cette approche française et européenne consistant à élaborer une réglementation proportionnée aux tailles des émetteurs ou à la jeunesse du marché¹⁸⁴⁰. En effet, comme évoqué plus haut, les jetons partagent certaines caractéristiques avec les titres financiers. Les jetons comportent des risques importants au regard de la protection des souscripteurs, dans la mesure où ils peuvent aisément être employés comme des produits d'investissements et constituent des outils idéaux pour la spéculation.

Afin d'examiner l'adéquation du cadre juridique français aux financements des *start-up* par offre au public de jetons nous procéderons à une analyse du cadre juridique pesant sur les émetteurs de jetons. Nous examinerons d'abord les mesures de protection des investisseurs en matière d'offre au public de jetons (1§) pour poursuivre notre étude avec les règles propres à l'admission à la négociation et aux obligations de transparence des émetteurs dont le jeton est admis à la négociation sur une plateforme de négociation d'actifs numériques (2§).

¹⁸⁴⁰ Aux Etats-Unis les jetons sont fréquemment considérés comme des *securities* dans la mesure où ils remplissent les critères de la définition d'un *investment contract* (Securities and Exchange Commission, *Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets*). S'agissant des différences de l'approche américaine et européenne en matière de qualification juridique des actifs numériques : VAN DER LINDEN T., T. SHIRAZI T. « *Markets in crypto-assets : does it provide legal certainty and increase adoption of crypto-assets* », *Financial Innovation* , 9:22 , 2023, p. 6 et 7.

1§) Un cadre de l'offre au public adapté à des jeunes pousses mais peu protecteur pour les souscripteurs

442 Une volonté de mettre en place un régime proportionné aux émetteurs. Le cadre juridique de l'offre au public de jetons comporte des similitudes avec celui des offres au public de titres financiers. Les législateurs français et européen souhaitaient cependant créer un régime souple afin de donner un cadre juridique proportionné à l'environnement naissant des jetons et actifs numériques. Cette volonté ressort clairement du contenu du document d'information que les émetteurs de jetons doivent établir. Ces derniers bénéficient également d'un régime juridique favorable par rapport aux émetteurs de titres financiers dans la mesure où le document d'information n'est pas soumis à un contrôle à priori.

Nous analyserons dans un premier temps certains aspects de la réglementation française et européenne présentant une importance en matière de financement des *start-up* : le document d'information devant être publié par les émetteurs et la pertinence du contenu de ce dernier (A). Nous aborderons dans un second temps les exigences relatives à la description et les aspects techniques du projet qui se trouvent renforcés par rapport au Règlement prospectus (B).

A) L'élaboration d'un document d'information adapté aux entreprises innovantes et en phase de démarrage

443 Les informations allégées pesant sur l'émetteur de jeton dans le document d'information. Le document d'information (également appelé livre blanc ou *white paper*) a émergé comme une bonne pratique en matière d'actifs numériques et notamment en matière d'offre au public de jetons. La structure et le contenu de ces documents d'information publiés par les émetteurs de jetons restaient largement disparates dans la pratique et nécessitaient la mise en place d'un encadrement juridique spécifique. Les législateurs français et européen se sont emparés de cette forme de communication qui

constitue la source d'information probablement la plus importante en cas d'offre au public de jetons sur le plan réglementaire¹⁸⁴¹.

Le contenu du document d'information exigé par loi PACTE et par le Règlement MiCA diffère de celui du Règlement prospectus même si la structure des documents reste relativement similaire¹⁸⁴². Les cadres juridiques français ou européen n'exigent pas la communication des informations financières sur l'émetteur dans le document d'information contrairement au Règlement prospectus (1). Les régimes juridiques visant à encadrer le document d'information exigent, en contrepartie, des informations détaillées sur la technologie, inexistante dans le Règlement prospectus (2)

1) Un document d'information adapté à la taille des PME

444 Le cadre juridique issu de la loi PACTE. La loi PACTE a mis en place un régime juridique comprenant des conditions pouvant être aisément remplies par des petites entreprises. Si la structure du livre blanc se rapproche de celle d'un prospectus (qui comprend une partie relative à la description de l'entreprise et celle du produit

¹⁸⁴¹ L'obligation de publier un document d'information résulte de l'article L.552-4 du Code monétaire et financier (dans le régime issu de la loi PACTE) et de l'article 9 du règlement Règlement (UE) 2023/1114 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023.

¹⁸⁴² Sur la similarité avec le Règlement prospectus: ZETZSCHE D.A., ANNUNZIATA F., ARNER D.W., BUCKLEY R.P., « *The Markets In Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance strategy* », Université du Luxembourg, Law Working Paper Series, Paper number 2020-018, 11, novembre 2020, p. 12.

commercialisé¹⁸⁴³, des facteurs de risques¹⁸⁴⁴ et des caractéristiques de l'offre et de l'instrument¹⁸⁴⁵), il reste moins exigeant quant à la quantité d'informations requises.

L'une des principales caractéristiques du document d'information prévu par la loi PACTE est l'absence d'exigences en matière d'informations financières. Le cadre juridique issu de la loi PACTE n'évoque l'exigence relative à la communication des informations financières que de manière très succincte. La communication de celles-ci n'est en outre pas obligatoire¹⁸⁴⁶ pour tenir compte des émissions de jetons lancées par des entreprises tout récemment créées et donc sans historique financier.

445 Le cadre juridique issu du Règlement MiCA. Le cadre juridique du Règlement MiCA et celui de la loi PACTE comportent toutefois des différences s'agissant de la communication des informations à caractère financier. Ainsi, si le régime juridique issu de la loi PACTE évoquait la communication de ces informations de manière conditionnelle, il n'en va pas de même pour le Règlement MiCA.

En effet, ce dernier prend une position, qui semble, de notre point de vue, plus réaliste en exigeant un exposé de la « *La situation financière de l'offreur ou de la personne qui*

¹⁸⁴³ AMF, *Procédure d'instruction et établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF en vue de l'obtention d'un visa sur une offre au public de jetons*, Instruction DOC 2019-06, Annexe, n°1 et 2 Sur la pertinence de standardiser les whitepapers : MESSIE P., « *Description, Analyse et perspectives d'évolution de la structure et du contenu des white papers relatifs aux ICO* », Bull. Joly Bourse- n°03, 1^{er} mai 2015, (p.186 à 196), n°187 et s.

¹⁸⁴⁴ AMF, *Procédure d'instruction et établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF en vue de l'obtention d'un visa sur une offre au public de jetons*, Instruction DOC 2019-06, Annexe, n°4.

¹⁸⁴⁵ AMF, *Procédure d'instruction et établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF en vue de l'obtention d'un visa sur une offre au public de jetons*, Instruction DOC 2019-06, Annexe, n°3 (les caractéristiques du jeton) et n°5 (les caractéristiques de l'offre).

¹⁸⁴⁶ Il exigeait notamment « *le cas échéant sur les données financières historiques* » et exigeait la communication du bilan et le compte de résultat (en cas d'existence de ces documents) AMF, *Procédure d'instruction et établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF en vue de l'obtention d'un visa sur une offre au public de jetons*, Instruction DOC 2019-06, Annexe II, n°1.,

*demande l'admission à la négociation sur les trois derniers exercices » ou « sa situation financière depuis la date de son enregistrement »*¹⁸⁴⁷.

Cette description doit comprendre une « *analyse équilibrée et exhaustive de l'évolution et du résultat des activités de l'offreur ou de la personne qui demande l'admission à la négociation, ainsi que de sa situation, en rapport avec le volume et la complexité de ces activités* »¹⁸⁴⁸.

Ces informations restent néanmoins moins précises que celles demandées dans le cadre de l'établissement d'un prospectus.

Le Règlement MiCA ne semble pas exiger la communication des états financiers (ni les états financiers consolidés)¹⁸⁴⁹ ce qui peut constituer un allègement considérable pour les petits émetteurs. En outre le Règlement MiCA n'exige pas de précisions ou des informations sur les capitaux propres ou l'endettement¹⁸⁵⁰. Il semble, en outre, moins précis sur la nature des données financières devant être communiquées par les émetteurs car : il ne fait pas de mention des résultats d'exploitation, de la trésorerie ou des capitaux¹⁸⁵¹.

Le Règlement MiCA fait ainsi une place plus importante que le Règlement prospectus aux informations relatives au projet¹⁸⁵² à l'offre¹⁸⁵³ et à celles relatives aux droits

¹⁸⁴⁷ Règlement (UE) 2023/1114, Annexe I, Partie A, n°10.

¹⁸⁴⁸ Règlement (UE) 2023/1114, Annexe I, Partie A, n°10.

¹⁸⁴⁹ Ces informations sont visées dans l'Annexe I, n°VI et IX du Règlement (UE) 2017/1129 du parlement européen et du conseil du 14 juin 2017.

¹⁸⁵⁰ Ces informations sont visées dans l'Annexe I, n°IV du Règlement (UE) 2017/1129 du parlement européen et du conseil du 14 juin 2017.

¹⁸⁵¹ Ces informations sont visées dans l'Annexe I, n°VI du Règlement (UE) 2017/1129 du parlement européen et du conseil du 14 juin 2017.

¹⁸⁵² Dans le régime mis en place par la loi PACTE : AMF, *Procédure d'instruction et établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF en vue de l'obtention d'un visa sur une offre au public de jetons*, Instruction DOC 2019-06, Annexe II, n°2. Dans le régime mis en place par le Règlement MiCA : Règlement (UE) 2023/1114, Annexe I, Partie D.

¹⁸⁵³ Dans le régime mis en place par la loi PACTE : *Procédure d'instruction et établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF en vue de l'obtention d'un visa sur une*

attachés aux actifs numériques¹⁸⁵⁴ et aux risques¹⁸⁵⁵ sont prédominantes. Il s'agit des informations que les jeunes entreprises peuvent fournir sans difficulté¹⁸⁵⁶. En outre les *white paper* contiennent une partie relative à la technologie¹⁸⁵⁷ qui est particulièrement pertinente s'agissant des jeunes entreprises innovantes.

2) *Un renforcement des informations liées à la technologie par rapport à l'offre au public de titres*

446 Les exigences relatives aux informations communiquées dans le livre blanc au regard de la technologie employée. Contrairement au Règlement prospectus, les documents d'information devant être publiés par les émetteurs procédant à une offre au public de jetons contiennent des dispositions spécifiques aux technologies employées par l'entreprise dans le cadre de l'émission de jetons.

Ces informations sont importantes en matière d'évaluation des entreprises levant des fonds par offre au public de jetons et s'avèrent particulièrement précieuses en présence de jeunes pousses. L'actif le plus important des *start-up* est bien souvent leur

offre au public de jetons, Instruction DOC 2019-06, Annexe II, n°5. Dans le régime mis en place par le Règlement MiCA : Règlement (UE) 2023/1114, Annexe I, Partie E (Nous notons que cette partie est particulièrement dense).

¹⁸⁵⁴ Dans le régime mis en place par la loi PACTE : *Procédure d'instruction et établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF en vue de l'obtention d'un visa sur une offre au public de jetons*, Instruction DOC 2019-06, Annexe II, n°3. Dans le régime mis en place par le Règlement MiCA : Règlement (UE) 2023/1114, Annexe I, Partie G. (Cette partie est également très détaillée).

¹⁸⁵⁵ Dans le régime mis en place par la loi PACTE : *Procédure d'instruction et établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF en vue de l'obtention d'un visa sur une offre au public de jetons*, Instruction DOC 2019-06, Annexe II, n°4. Dans le régime mis en place par le Règlement MiCA : Règlement (UE) 2023/1114, Annexe I, Partie I.

¹⁸⁵⁶ Les informations exigées par le livre blanc semblent en adéquation avec les besoins des petites entreprises : FERRARINI G., GUIDICI P., « *Digital Offerings and Mandatory Disclosure : « A Market-Based Critique of MiCA »* », ECGI, Law Working Paper N° 605/2021, August 2021, p. 9.

¹⁸⁵⁷ Dans le régime mis en place par la loi PACTE : AMF, *Procédure d'instruction et établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF en vue de l'obtention d'un visa sur une offre au public de jetons*, Instruction DOC 2019-06, Annexe II, n°6. Dans le régime mis en place par le Règlement MiCA : Règlement (UE) 2023/1114, Annexe I, Partie H.

technologie. Sans informations sur ces éléments, il reste, en effet, particulièrement difficile d’apprécier la valeur d’un projet technologique surtout si l’émetteur levant des fonds ne dispose pas d’historique financier.

Le cadre juridique issu de la loi PACTE, tout comme celui résultant du Règlement MiCA, exigent la communication des informations sur la technologie employée dans le livre blanc publié par l’émetteur¹⁸⁵⁸ avant l’offre au public de jetons. Les détails techniques devant être fournis par les candidats paraissent importants surtout en ce qui concerne les normes techniques correspondant au registre distribué employé par l’émetteur¹⁸⁵⁹ (ni le régime issu de la loi PACTE ni celui du Règlement MiCA ne restreignent les informations techniques à celles applicables aux registres distribués)¹⁸⁶⁰.

447 Des informations suffisantes en présence de jeunes pousses ? La description de la technologie employée ne semble toutefois, à elle seule, insuffisante pour permettre à une personne sans expertise technique d’apprécier la qualité du projet.

Le succès technique du projet dépend généralement de la compétence des développeurs qui peuvent être assez peu nombreux au sein d’une *start-up*. Afin de répondre à cette

¹⁸⁵⁸ S’agissant du cadre juridique issu de la loi PACTE : AMF, *Procédure d’instruction et établissement d’un document d’information devant être déposé auprès de l’AMF en vue de l’obtention d’un visa sur une offre au public de jetons*, Instruction DOC 2019-06, Annexe II, 2 (mention relative à la description de la technologie) 6 (technologie liée à l’émission de jeton). S’agissant du Règlement MiCA : Règlement (UE) 2023/1114 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023, Annexe I, Part H.

¹⁸⁵⁹ S’agissant du cadre juridique issu de la loi PACTE : AMF, *Procédure d’instruction et établissement d’un document d’information devant être déposé auprès de l’AMF en vue de l’obtention d’un visa sur une offre au public de jetons*, Instruction DOC 2019-06, Annexe II, 6. S’agissant du Règlement MiCA : Règlement (UE) 2023/1114 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023, Annexe I, Part H, 1 et 4.

¹⁸⁶⁰ L’instruction de l’AMF fait référence à la technologie employée dans le cadre du développement du projet de l’émetteur de façon succincte (AMF, *Procédure d’instruction et établissement d’un document d’information devant être déposé auprès de l’AMF en vue de l’obtention d’un visa sur une offre au public de jetons*, Instruction DOC 2019-06, Annexe II, 2). Le règlement exige la communication des « informations sur la technologie utilisée, y compris la technologie des registres distribués, les protocoles et les normes techniques utilisés » (Règlement (UE) 2023/1114 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023, Annexe I, Part H).

problématique le cadre juridique issu de la loi PACTE exige la communication des « *biographies et description des profils et compétences de l'équipe en charge du projet* »¹⁸⁶¹. Le Règlement MiCA, en revanche, ne requiert que la communication des coordonnées de l'équipe en charge du développement du projet¹⁸⁶².

De notre point de vue, et malgré la communication des informations sur l'équipe de développement de l'émetteur, il reste pour un particulier très difficile de s'assurer que la technologie employée par l'entreprise émettrice ne comporte pas des défaillances majeures.

Il est possible de se demander si l'exigence d'un audit externe préalable au lancement de jetons ne serait pas nécessaire compte tenu de la jeunesse du marché et du caractère innovant de la technologie du registre distribué¹⁸⁶³.

B) Une souplesse dangereuse au regard du cadre juridique régissant le processus d'émission

448 Un régime juridique allégé au regard de la qualité des informations diffusées aux souscripteurs. Le législateur a mis en place un cadre juridique allégé par rapport à l'offre au public de titres, en exemptant les émetteurs de jetons d'un potentiel contrôle à priori. Si ce cadre réglementaire peut être considéré comme favorable aux petits émetteurs

¹⁸⁶¹ AMF, *Procédure d'instruction et établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF en vue de l'obtention d'un visa sur une offre au public de jetons*, Instruction DOC 2019-06, Annexe II, n°1).

¹⁸⁶² A ce titre nous soulignons que le cadre juridique issu de la loi PACTE exige la communication des biographies des personnes en charge du projet (AMF, *Procédure d'instruction et établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF en vue de l'obtention d'un visa sur une offre au public de jetons*, Instruction DOC 2019-06, Annexe II, n°1) et le Règlement MiCA requiert la communication des informations sur l'équipe en charge du développement (Règlement (UE) 2023/1114, Annexe I, Disclosure items for the white paper of crypto-assets other than asset referenced tokens or e-money tokens, Part D, 3).

¹⁸⁶³ Dans cadre juridique issu de la loi PACTE et dans celui du Règlement MiCA l'audit de la technologie reste optionnel : AMF, *Procédure d'instruction et établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF en vue de l'obtention d'un visa sur une offre au public de jetons*, Instruction DOC 2019-06, Annexe II, n°6) ; (Règlement (UE) 2023/1114, Part H, 5).

de jetons, il s'avère peu protecteur des souscripteurs qui supportent l'intégralité des risques associés à la qualité du projet et à la fiabilité des informations diffusées par les porteurs de projets.

Nous aborderons dans un premier temps l'absence de contrôle à priori des informations communiquées par les émetteurs de jetons sous le cadre juridique de la loi PACTE (1) afin de poursuivre notre analyse avec les changements apportés par le règlement MiCA (2).

1) L'absence de de contrôle à priori des offres au public de jetons

449 Un visa optionnel : une mesure à vocation temporaire. Le législateur français a mis en place à travers la loi PACTE un régime très libéral qui profite aux *start-up* les plus jeunes en les exemptant complètement des contraintes propres à la publication d'un document d'information¹⁸⁶⁴. Les émetteurs organisent la communication sur leurs offres de façon totalement libre sous réserve de l'interdiction du démarchage, qui reste applicable en matière d'émissions de jetons¹⁸⁶⁵ (tout comme aux titres non cotés)¹⁸⁶⁶ et à l'obligation d'information précontractuelle du droit commun¹⁸⁶⁷.

Cette marge de manœuvre large, qui excède celle connue en matière de *crowdequity* est complétée par des mesures d'incitations sur le plan réglementaire. Dans une logique de *whitelisting* le législateur français a mis en place un visa optionnel, accordé aux

¹⁸⁶⁴ Sur l'optionnalité du visa accordé à priori d'une émission de jeton au sein du régime juridique issu de la loi PACTE : article L.552-4 du Code monétaire et financier. Sur les avantages du régime optionnel pour un marché naissant : HERBAT I., HAMINE V., « *La France, nouvelle terre promise des ICO* », Dr. et patrimoine, N° 290, 1er avril 2019, p. 40 à 43.

¹⁸⁶⁵ Les jetons sont concernés par l'interdiction du démarchage (L.341-1, 8° du Code monétaire et financier). Les émetteurs titulaires d'un visa pour une émission de jeton constitue sont exemptées de l'interdiction du démarchage (article 341-10, 6° du Code monétaire et financier).

¹⁸⁶⁶ Abordé *supra* n°n°106.

¹⁸⁶⁷ Abordé *supra* n°n°146. BROSSET J., BARBET-MASIN A., « *Quelle protection pour les investisseurs ? La souscription de cryptoactifs et de jetons d'ICO : les recours des investisseurs* », Rev. Lamy dr. aff., N° 140, 1er septembre 2018, p. 36 à 43.

start-up respectant des critères relativement contraignants¹⁸⁶⁸. Ce visa, qui permet aux titulaires de démarcher le public à l'occasion de leur levé de fonds était, en France, la première initiative qui a permis de réduire l'asymétrie informationnelle sur le marché très peu organisé des offres au public de jetons.

450 L'optionnalité : une mesure favorable ? L'optionnalité semble une mesure favorable en présence d'un écosystème émergent et permet notamment aux porteurs de projets les plus diligents d'obtenir un « *label* » de qualité. Il convient néanmoins de noter qu'en l'absence d'informations complètes sur l'émetteur, la souscription de jetons peut sembler extrêmement risquée surtout en présence d'une *start-up* qui n'a que très peu d'informations publiquement disponibles.

En l'absence d'entrée en relation physique les souscripteurs ne peuvent s'appuyer que sur les informations (éventuellement) diffusées par la jeune pousse en vertu de l'obligation d'information précontractuelle. La quantité d'information qu'un souscripteur peut recevoir, en l'absence de visa obligatoire, nous paraît largement insuffisante compte tenu de la complexité de certains projets technologiques financés par l'offre au public de jeton. Cette insuffisance d'information paraît inquiétante dans la mesure où les émissions de jetons ne sont pas réalisées grâce à l'intervention d'un intermédiaire régulé intervenant dans le cadre de l'opération)¹⁸⁶⁹ et le souscripteur se trouve, bien souvent, dans l'incapacité de réaliser une *due diligence* par ses propres moyens (l'offre au public se déroule de façon entièrement virtuelle)¹⁸⁷⁰.

¹⁸⁶⁸ Détaillées au sein de l'instruction dédiée à cet effet (AMF, *Procédure d'instruction et établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF en vue de l'obtention d'un visa sur une offre au public de jetons*, Instruction DOC 2019-06). Sur le choix du régulateur d'imposer une approche optionnelle : F. Drummond, *Loi PACTE et actifs numériques*, op.cit.

¹⁸⁶⁹ Contrairement au *crowdfunding* les émetteurs de jetons ne bénéficient pas de la présence d'un tiers de confiance régulée.

¹⁸⁷⁰ Le souscripteur de jeton ne bénéficie pas des avantages résultant de l'entrée en relation personnelle (comme les capitaux-risqueurs).

Cette situation a rendu nécessaire une évolution juridique qui s'est matérialisée au sein du règlement MiCA qui a mis en place un régime obligatoire pour les émissions de jetons.

2) *L'évolution initiée par le Règlement MiCA : une évolution suffisante ?*

451 Un cadre juridique plus contraignant sous le régime juridique mis en place par le Règlement MiCA. Le Règlement MiCA imposera un régime juridique plus contraignant pour les émetteurs de jetons qui seront tenus de notifier l'autorité compétente avant l'émission¹⁸⁷¹. Cela est de nature de favoriser la fiabilité des informations diffusées par les émetteurs de jetons.

Si cette mesure nous semble réduire l'asymétrie informationnelle, qui est un enjeu clé en matière de financement de *start-up* elle présente une insuffisance du point de vue de la protection des souscripteurs de jetons. Comme il est précisée à l'article 8 du règlement¹⁸⁷² le contenu du livre blanc ne fera pas l'objet d'une procédure d'approbation préalable par les autorités compétentes nationales.

Si les autorités compétentes auront le droit de suspendre¹⁸⁷³ le déroulement de l'offre, ou encore de demander des informations supplémentaires¹⁸⁷⁴ par rapport au livre blanc, il n'est pas certain que le contrôle *à posteriori* suffise à rectifier les éventuelles erreurs ou omissions qui seront susceptibles d'apparaître après une analyse approfondie du document d'information. Il n'est pas davantage certain que ce contrôle présente un avantage pour les souscripteurs ayant déjà acquis un jeton au moment du contrôle.

¹⁸⁷¹ Règlement (UE) 2023/1114, article 4, 1, c), d), articles 8 et 9.

¹⁸⁷² Règlement (UE) 2023/1114, Article 8, 3. Sur ce point : ZETZSCHE D.A., ANNUNZIATA F., ARNER D.W., BUCKLEY R.P., « *The Markets In Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance strategy* », op.cit., p. 12 et 13 ; G. FERRARINI G., GIUDICI P., « *Digital Offerings and Mandatory Disclosure : A Market Based Critique of MiCA* », in : *Digital Finance in Europe : Law, Regulation and Governance*, De Groyter, p. 89 et 90.

¹⁸⁷³ Règlement (UE) 2023/1114, article 94, 1, l.

¹⁸⁷⁴ Règlement (UE) 2023/1114, article 94, 3, a) et b).

Il est également possible de se demander si contrôle à posteriori a une valeur ajoutée du point de vue des souscripteurs qui ont déjà acquis le jeton au moment du contrôle.

L'absence de contrôle à priori semble donc entacher la fiabilité de l'information communiquée par l'émetteur.

Une telle situation ne semble pas satisfaisante s'agissant d'un moyen de financement où la position des souscripteurs de jetons est fragilisée par l'absence d'un intermédiaire régulé sur un marché essentiellement convoitée par des jeunes entreprises innovantes.

2§) Un cadre juridique allégé régissant la négociation des jetons : une contradiction avec les principes de transparence du marché

452 La coexistence des plateformes centralisées et décentralisées. Le marché secondaire des jetons diffère sensiblement du marché des instruments financiers car il comprend, au-delà des plateformes centralisées (n'ayant pas un fonctionnement automatisé grâce à la technologie blockchain), les plateformes décentralisées. Les plateformes décentralisées permettant l'échange des jetons sur le marché secondaire sont notamment les *automated market maker* « AMM ») et les plateformes décentralisées (*decentralised exchanges* « DEX »)¹⁸⁷⁵.

L'existence de ces plateformes décentralisées présente un atout pour les *start-up* qui peuvent bénéficier d'un marché secondaire et donc d'une liquidité immédiatement après l'offre au public de jetons, sans pour autant être confrontées aux règles

¹⁸⁷⁵ Sur la différence entre les DEX et les AMM : AMF, *Finance décentralisée : protocoles d'échange et gouvernance : vue d'ensemble, tendances observées et points de discussion réglementaires*, op.cit., p. 17. Le fonctionnement des DEX paraît de notre point de vue similaire à celle d'une infrastructure de marché : ils sont dotés d'un carnet d'ordre et permettent à des fournisseurs de liquidité de passer des ordres sur la plateforme. Le fonctionnement des AMM peut être difficilement comparé à ceux des *market maker* traditionnels ou à ceux des internalisateurs systématiques. Ils permettent la création de la liquidité autour d'un actif déterminé mais ne semblent pas faire intervenir leur compte propre dans l'opération. Ainsi leur rôle reste plus proche à ceux des lieux d'exécution qui permettent l'exécution bilatérale des ordres.

d'admission parfois contraignantes applicables aux plateformes disposant d'un opérateur central¹⁸⁷⁶.

Malgré leurs avantages indéniables pour les *start-up*, les AMM et les DEX sont susceptibles de présenter des risques tant pour leurs utilisateurs et au regard du marché. Sans exigences réglementaires sur ce point, les AMM et les DEX ne sont pas tenues de conduire une *due diligence* préalable à l'admission à la négociation¹⁸⁷⁷. Leur fonctionnement complexe expose les émetteurs et les souscripteurs à des risques élevés sur le marché secondaire¹⁸⁷⁸. En outre les DEX connaissent également des limites liées notamment à la congestion du registre distribué¹⁸⁷⁹.

En raison du cadre réglementaire encore incertain des plateformes décentralisées, nous nous concentrerons dans les développements suivants uniquement sur les règles organisant l'admission à la négociation des jetons sur les plateformes de négociation centralisées.

453 Un cadre juridique allégé régissant l'admission à la négociation des jetons sur une plateforme de négociation centralisée. Les jetons, et notamment ceux négociables sur

¹⁸⁷⁶ Cet atout est notamment mis dans l'étude de KPMG (KPMG, *Crypto Insights Decentralised Exchanges, Automated Market Makers, Innovations, Challenges & prospects*, October 2021, p. 14.). Egalement sur ce point : GREGORIEV G., « *What is IDO – Initial DEX Offering* », op.cit. ; I. Ziyanurov : « *IDO vs. ICO : Whats the difference* », op.cit.

¹⁸⁷⁷ Sur l'absence de due diligence des plateformes décentralisées: RENAUD J., « *Decentralised exchanges : The future of exchanges* », white paper, Square, January 2022, p. 12. Egalement évoqué *supra* n°385.

¹⁸⁷⁸ Sur les risques de liquidité sur les plateformes de finance décentralisée: RENAUD J., « *Decentralised exchanges : The future of exchanges* », op.cit., p. 12. AMF, *Finance décentralisée : protocoles d'échange et gouvernance : vue d'ensemble, tendances observées et points de discussion réglementaires*, op.cit., p. 20. Un focus sur le risque de marché subi par l'émetteur de jeton sur un AMM (qui agit comme fournisseur de liquidité) : AIGNER A.A., DHALIWAL G., « *Uniswap : imparmanent Loss and Risk Profile of a liquidity provider* », ArXiv : 2106.14404, 25 June 2021, p. 9.

¹⁸⁷⁹ Sur la congestion du réseau : FLICHE O., URI J., VILEYN M., « *Finance décentralisée ou désintermédiée : quelle réponse réglementaire* », op.cit., p. 19, n°2-2-1. Sur la possible congestion du réseau mais également sur l'absence de possibilité de passer des ordres limites ou encore échanger de la monnaie ayant cours légal : RENAUD J., « *Decentralised exchanges : The future of exchanges* », op.cit., p. 12.

des plateformes de négociations, présentent des risques similaires aux titres financiers et même supérieurs à ceux connus en matière de titre de capitaux.

Les législateurs français et européen ont, malgré ces risques, opté pour un encadrement juridique peu contraignant des émetteurs en matière d'admission des jetons à la négociation et d'obligations de transparence des marchés. Il convient dès lors de s'interroger : ce cadre réglementaire peu contraignant est-il en adéquation avec les risques que présente le financement des jeunes entreprises innovantes ?

Les problèmes informationnels peuvent se traduire par un préjudice pour l'investisseur mais également par un risque lié à la stabilité du marché qui est illustré par le *krach* internet¹⁸⁸⁰. Si les allègements relatifs à l'offre au public et l'admission à la négociation des actifs numériques peuvent être justifiés par le caractère naissant du marché, il convient d'éviter qu'ils fragilisent la stabilité du système financier dans son ensemble.

Dans un premier temps nous examinerons les incidences de l'allègement des règles pesant sur les plateformes de négociation en matière de *due diligence* sur le financement des *start-up* (A) afin de nous intéresser dans un second temps aux obligations pesant sur les émetteurs dont les jetons sont admis à la négociation sur une plateforme de négociation d'actifs numériques (B).

A) L'allègement temporaire des obligations de *due diligence*

454 La due diligence réalisée par les plateformes de négociation sous le régime juridique issu de la loi PACTE et sous le régime juridique du Règlement MICA. Il convient dans un premier temps d'examiner comment l'obligation de *due diligence* incombant aux plateformes de négociation d'actifs numériques a évolué dans le temps et si cette obligation est aujourd'hui conforme aux spécificités du financement des *start-up*. Nous aborderons dans un premier temps le régime juridique mis en place par la loi PACTE (1) avant de poursuivre notre analyse avec le règlement MiCA (2).

¹⁸⁸⁰Mentionné *supra* n°15

1) *L'absence de due diligence dans le régime juridique mis en place par la loi PACTE*

455 Une absence complète de *due diligence* et son incidence du point de vue du financement des *start-up*. L'une des obligations fondamentales des plateformes de négociations est la vérification des valeurs admises à la négociation. Cette obligation n'est pas seulement une mesure de protection des investisseurs mais nous semble également importante afin d'assurer la stabilité financière. Il est donc d'autant plus étonnant que la loi PACTE n'ait pas mis en place d'obligation de *due diligence* pour les plateformes de négociations.

D'abord les plateformes de négociations d'actifs numériques étant soumises à un enregistrement obligatoire se trouvaient libres de mettre ou pas en place une *due diligence*. La loi PACTE n'a pas davantage imposé de règles spécifiques à la vérification des actifs numériques admis à la négociation sur les plateformes titulaires d'un agrément optionnel. Ces dernières doivent seulement communiquer la « *liste ou les catégories d'actifs numériques négociables sur la plateforme* »¹⁸⁸¹.

Cette absence d'exigence en matière de *due diligence* paraît particulièrement dangereuse pour les souscripteurs de jetons sur un marché secondaire.

Cela est d'autant plus vrai que les émissions de jetons sont souvent réalisées sans intervention d'intermédiaire et les actifs numériques sont directement admis à la négociation après leur émission. En l'absence d'intervention d'intermédiaires des obligations telles que la gouvernance produit ou encore le test d'adéquation (ou de connaissance¹⁸⁸²) ne protègent pas les souscripteurs.

¹⁸⁸¹ Article 722-12 du Règlement général de l'AMF.

¹⁸⁸² *Supra* n°212 et n°292.

2) *La création d'une obligation de due diligence adaptée aux start-up par le règlement MiCA*

456 L'apparition d'une obligation de *due diligence*. La lacune de la loi PACTE en matière de *due diligence* a néanmoins été comblée dans le cadre du règlement MiCA qui a imposé une obligation proportionnée à la taille des émetteurs dans le domaine des actifs numériques.

Sous le régime du règlement MiCA la plateforme devra évaluer l'adéquation de l'actif numérique concerné avec le profil de l'investisseur¹⁸⁸³. Dans ce cadre l'opérateur d'une plateforme de négociation devra notamment apprécier la fiabilité de la solution technologique et son lien potentiel avec des activités illicites, et devra également prendre en compte l'expérience, le *track record* et la réputation de l'émetteur et de son équipe de développement¹⁸⁸⁴.

457 Une évaluation adaptée aux jeunes pousses. Ces exigences reflètent, à notre sens, de manière assez précise les facteurs devant être évalués en présence d'une petite entreprise. Elles semblent d'ailleurs largement plus adaptées aux petits émetteurs que celles imposées par l'article L.425-2 du Code monétaire et financier¹⁸⁸⁵.

La disposition citée exige que la valeur mobilière dont l'admission à la négociation est demandée fasse l'objet d'une négociation « *équitable et ordonné* »¹⁸⁸⁶. En matière de valeur mobilières, la plateforme de négociation doit fonder son analyse sur des données financières historiques¹⁸⁸⁷.

¹⁸⁸³ Règlement (UE) 2023/1114, article 76, 2.

¹⁸⁸⁴ Ibidem.

¹⁸⁸⁵ Cette disposition résulte de la règlement délégué 2017/568 (règlement délégué (UE) 2017/568 de la commission du 24 mai 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant l'admission des instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé, article 2, 1.).

¹⁸⁸⁶ L.425-2 du Code monétaire et financier.

¹⁸⁸⁷ Cette disposition résulte de la règlement délégué 2017/568 (règlement délégué (UE) 2017/568, article 2,1, a)).

B) Un cadre juridique allégé s'agissant des règles relatives à la transparence des marchés

458 L'allègement des règles liées à la transparence des marchés. Au-delà des règles de *due diligence*, le cadre juridique propre aux plateformes de négociation des actifs numériques s'avère également moins contraignant pour les émetteurs dont les jetons sont admis à la négociation sur une plateforme de négociation.

Dans le cadre de notre analyse nous procéderons à une comparaison entre le cadre juridique régissant les émetteurs des titres financiers avec celui régissant les émetteurs de jetons.

Afin de prendre en compte les spécificités des *start-up* le législateur français suivi par le législateur européen a décidé de mettre en place une réglementation plus concise et adaptée à la taille des jeunes émetteurs de jetons en matière de règles de transparence. Les allègements portent à la fois sur la réglementation relative au *reporting* à caractère financier résultant de la Directive transparence (1) et d'autre part aux informations permanentes résultant du Règlement abus de marché (2).

Dans le cadre de notre analyse nous verrons dans quelle mesure ces allègements vont de pair avec la volonté du législateur de pallier les risques propres aux jetons qui posent des difficultés supplémentaires en matière d'évaluation par rapport aux instruments financiers.

1) *L'absence d'obligations relatives au reporting financier*

459 Une contrainte importante pour les *start-up* et une source d'information majeure pour les souscripteurs. L'une des contraintes principales des *start-up* résultant de l'admission à la négociation sur un marché financier réglementé résulte de l'existence des obligations de communication des informations à caractère financier de façon périodique prenant la forme de rapports annuels, semestriels et trimestriels.

Toutefois ni la loi PACTE ni le Règlement MiCA n'exigent de *reporting* financier de la part des *start-up* dont les jetons sont admis à la négociation. Ainsi, les obligations de *reporting* annuel et semestriel obligatoire en cas d'admission des titres à des marchés réglementés n'ont pas été transposées dans le cadre juridique des plateformes de négociations d'actifs numériques.

Cette logique s'inscrit parfaitement dans la volonté de favoriser les petits émetteurs pour qui la publication des rapports annuels ou semestriels pourrait sembler une charge exorbitante.

L'absence d'exigences liées au *reporting* périodique est également un point commun important avec les SMN. En effet la publication des rapports annuels, semestriels et trimestriels est seulement exigée en cas d'admission à la négociation sur un marché réglementé. Cette exigence ne s'applique donc pas aux SMN, même si dans la pratique Euronext Growth exige la communication des informations financières des émetteurs¹⁸⁸⁸.

460 La pertinence de l'absence complète d'obligation de communiquer des informations financières aux détenteurs de jetons. Il est possible de se demander dans quelle mesure l'absence complète de *reporting* financier au titre de l'information périodique est pertinente en matière d'offre au public de jetons.

Si le *reporting* périodique présente une contrainte importante pour les jeunes entreprises il est important de noter que son absence est susceptible de priver les détenteurs de jetons de toute information sur les résultats ou les pertes réalisées par l'entreprise émettrice et ne permet pas avoir une vision claire de l'état financier de la société.

¹⁸⁸⁸ Abordé *supra* n°132.

En outre, les détenteurs de jetons ne disposent pas de droits informationnels sur l'entreprise émettrice, contrairement aux détenteurs de titres financiers. Alors que les actionnaires peuvent, en principe, demander des informations de nature financière à l'occasion des assemblées générales¹⁸⁸⁹ ce n'est pas le cas des détenteurs de jetons qui ne disposent pas d'organe représentatif (tel que par exemple les obligataires).

2) *L'allègement des règles relatives aux abus de marché*

461 Une volonté de favoriser l'admission à la négociation des petits émetteurs aux frais de la stabilité financière ? La loi PACTE ne comportait qu'un nombre réduit d'exigences en matière de transparence des émetteurs souhaitant introduire leurs jetons sur une plateforme de négociation d'actifs numériques. Cette situation a été substantiellement modifiée par le Règlement MiCA qui a imposé l'application d'un corps de règles important en matière d'abus de marché. Il convient dans un premier temps d'examiner le cadre juridique issu de la loi PACTE, et de mesurer l'impact du cadre juridique très libéral instauré sur le financement des *start-up* mis en place par le législateur français, afin de poursuivre par l'analyse du cadre juridique issu du Règlement MiCA.

462 L'absence d'exigences en matière d'abus de marché de la loi PACTE. L'interdiction des abus de marché et l'obligation de la communication des informations privilégiées semblent indispensables même en matière d'actifs numérique afin d'éviter d'éventuels abus pouvant aboutir à des opérations d'initiés ou à une manipulation de marché.

Or, le cadre juridique issu de la loi PACTE n'impose aucune obligation aux émetteurs (même si l'article 722-14 du Règlement général de l'AMF soumet les plateformes de négociations à des obligations relatives à l'intégrité du marché). Les émetteurs se trouvent donc exemptés des exigences liées à la communication des informations privilégiées.

¹⁸⁸⁹ Puisque les actionnaires ont le droit de participer aux assemblées générales (abordé *supra* n°165).

Ce régime juridique semble, dès lors, favoriser les *start-up*, qui ne sont pas tenues de rendre publiques des informations qui pourraient leur porter préjudice notamment vis-à-vis des concurrents (qui peuvent être des groupes de sociétés bien établies).

463 Les risques résultant du régime juridique allégé. La contrepartie du régime allégé mis en place par loi PACTE sont les risques informationnels très importants sur les futurs souscripteurs de jetons qui ne bénéficient par ailleurs, comme mentionné préalablement, ni des informations publiées au titre du *reporting* périodique, ni des informations auxquelles les actionnaires d'une société auront droit.

Au-delà de quelques dispositions garantissant l'intégrité des marchés¹⁸⁹⁰, aucune de ces obligations ne font obstacle à des techniques de manipulation de marché mises en œuvre par les émetteurs. Il est ainsi parfaitement concevable que les dirigeants d'une société achètent ou vendent des jetons émis par la société qu'ils représentent ou encore que la société émettrice retarde la communication des informations importantes qui sont susceptibles d'influencer le cours de l'actif numérique de manière substantielle ou encore qu'ils communiquent ces informations qu'à certaines personnes sélectionnées.

A notre sens l'absence totale d'encadrement des abus de marchés sur les plateformes d'actifs numériques semble en décalage avec les principes généraux de la régulation des marchés financiers.

La première Directive abus de marché 2003/6/CE indique ainsi dans ses considérants : « Un marché financier intégré et efficace exige l'intégrité du marché. Le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et la confiance du public en ces marchés sont des préalables indispensables à la croissance économique et à la prospérité. Les abus de marché nuisent à l'intégrité des marchés financiers et ébranlent la confiance du public dans les valeurs mobilières et les instruments dérivés »¹⁸⁹¹.

¹⁸⁹⁰ Résultant de l'article 722-14 du Règlement général de l'AMF.

¹⁸⁹¹ Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché).

Si le passage fait référence aux marchés des valeurs mobilières et des dérivés il nous semble que le principe de l'intégrité du marché doit être transposable aux marchés des actifs numériques. Il convient dès lors de se demander si le préjudice potentiel subi par les détenteurs de jeton est une situation tolérable sur le plan juridique et éthique. Le législateur européen a répondu à cette question par la négative et proposé un cadre juridique largement plus contraignant.

464 Un allègement cohérent avec l'objectif de garantir une qualité d'information élevée ?

Le Règlement MiCA contient des dispositions spécifiques relatives à l'encadrement des abus de marché¹⁸⁹². Si ces mesures semblent largement inspirées du règlement abus de marché, il convient néanmoins de noter qu'elles restent largement moins contraignantes que celles régissant les marchés des instruments financiers. Le législateur européen souhaitait en effet mettre en place un cadre juridique favorisant les PME et a jugé que l'application du Règlement abus de marché¹⁸⁹³ sera disproportionnée¹⁸⁹⁴.

En conformité avec la volonté de favoriser l'admission à la négociation des jetons émis par des PME, les règles relatives à la publication des informations privilégiées semblent moins contraignantes qu'en matière d'instruments financiers.

A ce titre, il convient de souligner que le Règlement MiCA omet, parmi d'autres obligations¹⁸⁹⁵, celles liées à la notification des transactions effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes¹⁸⁹⁶ et n'exige pas l'établissement

¹⁸⁹² Règlement (UE) 2023/1114, article 86 et s.

¹⁸⁹³ Règlement (UE) N° 596/2014.

¹⁸⁹⁴ Règlement (UE) 2023/1114, consid. 95.

¹⁸⁹⁵ Notamment l'encadrement des recommandations et les statistiques et la divulgation ou diffusion d'informations dans les médias (au sein du Règlement abus de marché : Article 20 et 21 du règlement (UE) N° 596/2014 du Parlement Européen et du Conseil du 16 avril 2014).

¹⁸⁹⁶ Au sein du Règlement abus de marché : Règlement (UE) N° 596/2014, article 19.

d'une liste d'initiés¹⁸⁹⁷ qui aurait pu conduire à des contraintes administratives fortes. Ce choix législatif peut soulever des interrogations liées au *level playing field* avec les émetteurs des instruments financiers (d'autant plus que les titres financiers s'avèrent très souvent des actifs moins risqués que les jetons).

Le Règlement MiCA reste également plus vague que le Règlement abus de marché eu égard notamment à la définition des opérations d'initiés. Le règlement relatif aux actifs numériques ne définit pas la notion du comportement légitime¹⁸⁹⁸, ce qui est cependant un élément important dans la qualification des opérations d'initiés dans le domaine des instruments financiers.

Il est par ailleurs intéressant de relever que le règlement est susceptible de réduire la latitude des émetteurs dans certains cas : le règlement ne fait pas mention de la possibilité d'autoriser des pratiques de marché admises ou de procéder à des sondages de marché¹⁸⁹⁹.

Il reste donc possible de se demander si la volonté de créer un cadre juridique allégé par rapport à celui applicable aux émetteurs de titres financiers ne nuit pas, *in fine*, à la clarté et à la sécurité juridique des émetteurs de jetons.

¹⁸⁹⁷ Au sein du Règlement abus de marché : Règlement (UE) N° 596/2014, article 18.

¹⁸⁹⁸ Au sein du Règlement abus de marché : Règlement (UE) N° 596/2014, article 9.

¹⁸⁹⁹ Au sein du Règlement abus de marché : Règlement (UE) N° 596/2014, article 13 et 11.

Conclusion du Chapitre II

465 Les avantages et risques plus importants par rapport *reward based crowdfunding*. L'offre au public de jetons présente une source de financement totalement différente du *reward based crowdfunding* et comporte des avantages indéniables vis-à-vis des *start-up*. Ces atouts, la fongibilité et la transmission simplifiées des jetons, rendent cependant l'offre au public de jetons largement plus risquées qu'une campagne de *reward based crowdfunding*.

Les risques associés aux jetons sont proches de ceux connus dans le domaine des instruments financiers, et notamment en matière de titres de capital alors que le cadre juridique qui régit l'offre au public et l'admission à la négociation des jetons n'est pas aussi contraignant ni protecteur pour les investisseurs que celui applicable en matière d'offre au public de titres.

466 Le choix de la mise en place d'un cadre juridique allégé : un choix contestable.

Le choix des législateurs français et européen pour la mise en place d'un cadre juridique allégé par rapport à celui des instruments financiers présente de sérieuses opportunités pour le *start-up* mais reste contestable du point de vue des souscripteurs et des détenteurs de jetons.

Ce choix peut paraître paradoxal compte tenu des risques que présentent les sociétés qui font appel au financement par offre au public des jetons. Il s'agit fréquemment de jeunes entreprises de nouvelle technologie.

Il est en effet possible de se demander si la mise en place d'un cadre juridique *light touch* favorable aux jeunes entreprises innovantes n'est pas en trop fort décalage avec les principes suivis lors de la construction du droit des marchés financiers applicable aux instruments financiers notamment en matière de transparence et d'encadrement des abus de marché.

Conclusion du Titre II

467 L'émergence des produits permettant le financement des entreprises en phase de création et l'apparition des nouveaux risques. L'apparition des nouveaux produits de financement, résultant de l'innovation technologique, a ouvert des opportunités pour les *start-up*, et notamment à celles en phase de création.

Les contraintes juridiques pesant sur les jeunes pousses financées par *reward based crowdfunding* ou par offre au public de jetons ne sont pas aussi fortes que celles qui pèsent sur les sociétés financées par des produits de financement « *traditionnels* » alors que le développement des nouveaux produits fait émerger de nouveaux risques, bien que d'ampleur différente, tant en matière de *reward based crowdfunding* qu'en matière d'offre au public de jetons.

468 Le cadre juridique des offres au public de jetons et du *reward based crowdfunding* : une volonté de soutenir le financement de l'innovation par la mise en place d'un cadre juridique allégé. Le cadre juridique applicable aux offres au public de jetons, malgré le caractère très risqué des *utility tokens*, ne fournit qu'une protection très réduite aux détenteurs et aux souscripteurs de cette catégorie d'actifs.

L'absence de mise en place d'un cadre juridique plus contraignant applicable aux offres au public de jetons peut s'expliquer par la volonté du législateur de promouvoir l'innovation. Le choix du législateur reste néanmoins contestable d'un point de vue purement juridique si on le compare à l'encadrement dans le domaine financier puisque précisément.

L'achat et la vente de jetons comportent généralement des risques pour les investisseurs - notamment particuliers - supérieurs aux opérations sur les titres financiers.

Le choix du législateur de concevoir un cadre juridique allégé semble d'autant plus étonnant que le *reward based crowdfunding* semble strictement encadré à travers les intermédiaires dédiés à ce moyen de financement.

Conclusion de la Seconde partie

469 Les nouveaux moyens de financement : des techniques inadaptées au financement des *start-up* du point de vue des investisseurs et des emprunteurs et souscripteurs ? Les nouveaux moyens de financement, apparus au cours des années 2010 grâce au développement technologique, sont issus de l'évolution des canaux de financement et de l'émergence de nouveaux produits de financement.

Ces nouvelles techniques semblent partager une caractéristique commune : l'accès simplifié des jeunes entreprises aux levées de fonds.

Les nouveaux moyens de financement sont-ils en revanche plus adaptés au financement des jeunes pousses du point de vue des investisseurs (ou encore du point de vue de prêteurs ou souscripteurs) ? La réponse n'est pas aisée. Le mécanisme de l'offre au public, sur lequel sont basés les nouveaux moyens de financement ne nous semble pas nécessairement favoriser la réduction de l'asymétrie informationnelle entre investisseur (voir prêteur ou souscripteur) et porteur de projet.

Les participants à une campagne de *crowdequity*, *crowdlending*, *reward based crowdfunding* ou offre au public de jetons ont largement moins d'opportunités de mener une *due diligence* approfondie sur l'entreprise cible que les capitaux-risqueurs. En outre, les participants n'ont que très peu d'opportunité pour suivre l'entreprise financée et prendre des actions nécessaires en cas de défaillance de celle-ci.

470 Une réponse juridique insuffisante à la position défavorable des investisseurs, prêteurs et de souscripteurs. L'accès facilité des jeunes entreprises au financement ne va donc pas toujours de pair avec le renforcement de la protection des investisseurs et semble augmenter l'asymétrie informationnelle existant entre les apporteurs de fonds et les entreprises. Or, la maîtrise de l'asymétrie informationnelle nous paraît être le point central du financement des *start-up*.

Les législateurs (français ou européen) ne semblent, malgré ces risques, pas tenir compte de la situation défavorable des investisseurs particuliers dans le cadre de la conception des cadres réglementaires des nouveaux moyens de financement. Il est possible de donner comme exemple l’optionnalité du document d’information exigé en cas d’offre au public de jetons (mis en place par la loi PACTE) et l’absence d’approbation de celui-ci (dans le cadre juridique mis en place par le Règlement MiCA). Il est également possible de citer l’absence totale de l’information périodique pesant sur les émetteurs de jetons dont les actifs sont admis à la négociation sur une plateforme.

471 L’absence d’adéquation du droit français aux spécificités des *start-up*. Les droits français et européen semblent, en outre, dans certains cas, se présenter comme un obstacle au regard du financement des jeunes pousses. C’est notamment le cas en matière de *crowdlending* et de *reward based crowdfunding*.

Le cadre réglementaire applicable au *crowdlending* est susceptible de rendre l’accès à ce moyen de financement trop contraignant pour la plupart des jeunes entreprises innovantes. L’absence de cadre juridique approprié en matière de *reward based crowdfunding* reste en outre regrettable et peut porter préjudice à la fois aux entreprises en quête de financement et aux participants aux campagnes.

Nous notons néanmoins une volonté de la part des législateurs français et européen d’adapter le cadre juridique actuel aux besoins des *start-up*. Cette volonté est illustrée par la création des intermédiaires de marché soumis à des obligations informationnelles spécifiques (en matière de *crowdequity*) ou encore par la mise en place de l’obligation de publication d’un document d’information adapté à la taille des émetteurs et au caractère technologique des projets financés (en matière d’offre au public de jetons).

Conclusion générale

472 Les sources des insuffisances des moyens de financement traditionnels au regard des jeunes pousses. Notre analyse avait pour objectif de comprendre les raisons de l'adéquation ou l'inadéquation d'un moyen de financement aux jeunes entreprises innovantes. Pour atteindre notre objectif, nous avons notamment mis en lumière les obstacles auxquels les *start-up*, désireuses de faire appel à des moyens de financement traditionnels, sont confrontées.

Ces obstacles trouvent leur origine d'une part dans les caractéristiques intrinsèques des moyens de financement concernés, et notamment dans les caractéristiques des produits de dette. Le financement par crédit présente des inconvénients pour les petites entreprises, les créanciers étant par définition vigilants quant à la probabilité de défaillance de l'emprunteur.

Les obstacles qui empêchent les jeunes pousses d'accéder aux moyens de financement traditionnels ne sont cependant pas toujours le résultat d'une approche réglementaire privilégiant la protection des investisseurs et du marché.

Certes, cette approche peut s'expliquer par les risques propres à certains moyens de financement (l'offre au public de titres) ou par l'importance des institutions intervenant dans l'opération de financement au regard de la société (le crédit bancaire). Il n'en reste pas moins que la construction du cadre juridique prudentiel et la transparence des marchés sont le fruit de la réflexion du législateur désireux de protéger les investisseurs ou les emprunteurs d'un préjudice parfois majeur.

A titre d'exemple, les Règlements prospectus et abus de marché exigent la communication des informations objectives par les émetteurs, informations attestant de leur santé financière et de leur viabilité. Le cadre prudentiel (résultant au sein de l'Union européenne dans une grande mesure du Règlement CRR II) vise à protéger les

établissements de crédit d'une exposition à des risques trop importante qui pourrait menacer leur stabilité financière.

Si la prise en compte des spécificités des jeunes entreprises et des *start-up* devient de plus en plus fréquente dans les textes législatifs et réglementaires en vigueur (évoquons la création de marché de croissance des PME ou le *SME supporting factor* en matière prudentiel), l'objectif de la réglementation des moyens de financement traditionnels reste encore aujourd'hui inchangé et semble viser avant tout la protection des investisseurs et du marché. L'approche poursuivie par le législateur dans la construction du cadre réglementaire des moyens de financement traditionnels rend non seulement difficile l'accès des jeunes pousses au financement mais semble complexifier le travail du législateur, qui se trouve dans une position peu confortable.

Avant de procéder à l'allègement des mesures visant à protéger les investisseurs et le marché dans l'objectif de faciliter l'accès des jeunes pousses au financement, il convient d'évaluer au préalable l'impact potentiel des changements envisagés sur les investisseurs ou sur la stabilité du système financier. Les allègements des règles visant à assurer la transparence du marché ou la solidité prudentielle des établissements de crédit semblent en outre difficile à justifier de manière générale. Ces réglementations sont en effet le fruit de réflexions ayant eu lieu après les crises financières ayant marqué le début des années 1990 (crise dot.com) et la fin des années 2000 (crise des *subprimes*). La difficulté à laquelle le législateur européen est confronté est également de nature technique : le processus législatif européen peut s'avérer lourd et les avis divergents des États membres sur les questions liées au droit financier peuvent avoir un impact significatif sur la durée du processus.

L'oscillation entre la volonté de construire un cadre juridique protecteur des investisseurs et de favoriser le financement des jeunes pousses semble être un trait important du droit financier moderne. La quête d'un équilibre optimal entre la protection des investisseurs semble cependant tout aussi complexe que la conciliation de la liberté individuelle et de la volonté de protéger l'intégrité physique des individus à travers la réglementation.

473 Les solutions aux insuffisances des moyens de financement traditionnels : le capital-risque et les opérations de placement. Certains moyens de financement traditionnels proposent une solution - certes partielle - aux problématiques du financement des *start-up*. Le capital-risque, ou encore les placements privés ou les opérations de placement de faible montant, échappent dans une grande mesure aux contraintes du droit financier et offrent des sources de financement plus aisément accessibles pour les *start-up* que le crédit bancaire ou l'offre au public de titres.

Il s'agit, notamment dans le cas du capital-risque, d'un moyen de financement qui présente des avantages structurels pour les jeunes pousses. Le financement par le capital, contrairement au financement par la dette, est axé sur la performance future de la société et non pas sur sa probabilité de défaillance. Le capital-investissement offre également la possibilité aux investisseurs d'évaluer le potentiel de croissance de la *start-up* de manière appropriée. Enfin le capital-investissement permet aux investisseurs de se protéger contre les risques spécifiques aux *start-up* à travers des techniques contractuelles comme les différentes clauses de sortie ou *ratchet* ou encore à travers des valeurs mobilières donnant accès au capital comme les actions de préférence).

Cependant, comme en présence du crédit bancaire ou de l'offre au public de titres, les opérations importantes réalisées par l'intermédiaire de certains de fonds de capital-investissement/capital-risque sont fortement limitées par la réglementation en vigueur (dans le but étant ici encore de protéger les particuliers contre le risque de perte en capital). Ainsi, le législateur a-t-il restreint l'accès à ces catégories de véhicules risqués à une typologie bien précise d'investisseurs (les professionnels au sens de la Directive MiF II et les particuliers souscrivant plus de 100 000 euros). Le capital-investissement intermédié ne s'avère en outre pas une solution satisfaisante à tous égards pour l'ensemble des jeunes entreprises innovantes. En effet, les obligations en matière d'évaluation des risques sont susceptibles de présenter un frein considérable pour les gestionnaires de fonds de capital-investissement souhaitant financer des projets en phase d'amorçage via leurs fonds dans la mesure où ils n'ont souvent aucun élément

objectif permettant d'attester de la viabilité des cibles. Le financement des projets *deeptech* et *fintech* semblent en outre se heurter à des obstacles spécifiques résultant de l'encadrement des actifs éligibles des fonds d'investissement. En effet, les titres émis par les *fintech* s'avèrent inéligibles au portefeuille de certains fonds de capital-investissement (c'est notamment le cas des FCPI). L'investissement des investisseurs particuliers dans les *deeptech* s'avère également limité en raisons de la durée de vie limitée des fonds de capital-investissements destinés au public.

Le marché du capital-investissement direct, quant à lui, n'était pendant longtemps pas organisé, faute d'intermédiaires adaptés pour mettre en relation des particuliers et les sociétés non cotées en quête de financement. En outre, les règles relatives au démarchage bancaire et financier étaient susceptible de constituer un véritable obstacle au regard du développement du capital-investissement direct. Les nouveaux moyens de financement ont cependant apporté une réponse au problématique de cette variante du capital-investissement et ont également marqué un changement dans l'approche du législateur européen et français visant à privilégier la protection des investisseurs au détriment des besoins de jeunes pousses.

474 Les nouveaux moyens de financement : un changement d'approche du législateur favorable aux *start-up* ? L'approche adoptée par le législateur dans l'élaboration du cadre juridique applicable aux moyens de financement traditionnels d'une part, et aux nouveaux moyens de financement d'autre part, était différente. Ainsi, l'objectif qui a présidé à l'élaboration des règles applicables aux moyens de financement traditionnels concernait exclusivement la protection des investisseurs et du marché afin de les protéger contre les risques que pouvaient présenter les entreprises financées (et en particulier le risque de défaillance). L'objectif du législateur français, mais également du législateur européen, dans la conception du cadre juridique propre au financement participatif et à l'offre au public de jetons consistait désormais à introduire un nouveau corpus de règles et de dispositifs de financement innovants davantage accessibles et adaptés aux PME et aux *start-up*. Les nouveaux moyens de financement, ceux basés sur l'utilisation de l'internet offrent donc une opportunité intéressante aux *start-up* et aux investisseurs désireux de financer les jeunes pousses.

Est-ce que pour autant ces moyens de financement semblent adaptés aux investisseurs désireux de financer des *start-up* ?

475 L'évolution des canaux de financement : des opportunités intéressantes pour les *start-up* et les investisseurs ? Certains allègements réglementaires semblent trouver leur source dans le changement du mode de distribution des produits de financement que nous appelons les canaux de financement. En effet, les plateformes de *crowdfunding* sont plus enclines à accorder des prêts à des entreprises risquées que les établissements de crédit, et ce pour plusieurs raisons. D'abord, elles ne sont pas soumises aux contraintes prudentielles des établissements de crédit. En outre, les plateformes de *crowdfunding* ne prêtant pas pour compte propre, elles répercutent les risques liés à la perte de l'investissement sur les prêteurs, lesquels sont bien souvent très nombreux. La distribution importante des risques a conduit le législateur à concevoir un cadre juridique allégé pour les plateformes de financement participatif par le prêt.

Si le modèle d'affaire des plateformes de *crowdfunding* est fondamentalement différent de celui des établissements de crédit et n'a vu le jour qu'après une réforme législative importante (opérée en France en 2014), l'activité des plateformes de *crowdequity* existait bien avant l'apparition de plateformes d'investissement participatif. Les leveurs de fonds ou les prestataires de services d'investissement agréés pour les services de placement (garanti ou non-garanti) ne permettaient cependant pas aux particuliers d'entrer au capital des *start-up*. En effet, ces prestataires ciblaient, dans une grande mesure, les professionnels. La possibilité de prendre une participation directement dans une jeune pousse restait largement réservée aux investisseurs institutionnels (aux *business angels*). Le *crowdequity* a dès lors ouvert un nouveau marché aux particuliers et aux jeunes pousses grâce à la nouvelle technologie.

Si ce nouveau marché semble intéressant pour les *start-ups*, qui peuvent bénéficier de l'accompagnement de prestataires spécialisés dans le financement des PME, qu'en est-il du point de vue des investisseurs particuliers ? Un investisseur particulier peut-il évaluer le potentiel de croissance d'une *start-up* sans avoir mené la moindre *due*

diligence sur l'entreprise cible ou avoir échangé avec les dirigeants de ces dernières ?
Le doute est permis.

Le droit financier ne réserve pour autant pas un traitement particulièrement protecteur aux investisseurs participant aux campagnes de *crowdequity*. Les législateurs français ou européen n'ont pas jugé nécessaire de mettre en place des règles visant à permettre aux investisseurs de suivre l'évolution de leur investissement. Or, cette situation laisse les investisseurs particuliers dans une situation bien moins favorable que les professionnels de l'investissement ou les porteurs des parts d'un fonds de capital-investissement. Les *business angels* (et les sociétés de gestion) sont susceptible de recevoir des informations sur l'investissement réalisé en vertu des clauses contractuelles logées au sein des pactes d'actionnaires conclus à l'entrée au capital. Les porteurs des parts, quant à eux, bénéficient d'un cadre juridique protecteur résultant, dans une grande mesure, de la Directive AIFM. Le gestionnaire de fonds a en effet l'obligation d'adresser des *reportings* permanents et périodiques aux investisseurs incluant un certain nombre d'informations prévues par la directive (composition de l'actifs, stratégie, valeur liquidative etc.).

Le *crowdequity*, s'il présente des avantages indéniables pour les *start-up*, ne semble pas nécessairement aussi intéressant pour les investisseurs particuliers souhaitant financer des jeunes entreprises.

476 L'apparition des nouveaux produits de financement : similarités juridiques et différences pratiques. Les nouveaux produits de financement véhiculés à travers le *reward based crowdfunding* et les *initial coin offering* sont un sujet délicat, notamment au regard des opportunités qu'ils sont susceptibles d'offrir aux jeunes pousses.

Le *reward based crowdfunding* a permis, à travers la généralisation du financement par la prévente, d'ouvrir la voie à une technique de financement très peu risquée pour les contributeurs. Le *reward based crowdfunding* semble réduire le risque porté par ces derniers, qui ne peuvent pas utiliser ce moyen de financement comme un véritable de technique d'investissement. Les droits accordés aux participants à une campagne de *reward based*

crowdfunding ne sont en effet pas aisément cessibles (seulement à travers le mécanisme de la cession de contrat) et les récompenses reçues restent bien souvent des biens meubles corporels n'ayant aucune valeur spéculative.

En raison de ses caractéristiques propres, le *reward based crowdfunding* semble présenter certaines limites pour les *start-up* en quête de financement. Le financement participatif par l'attribution de récompenses s'avère exclusivement adapté à un nombre limité de *start-up* disposant d'un modèle d'affaire déterminé. En outre, le droit européen de la consommation semble parfois entrer en contradiction avec les principes du *reward based crowdfunding*.

Si les offres au public de jetons constituent également une forme de prévente, sur le plan juridique, elles comportent des caractéristiques totalement différentes des opérations de *reward based crowdfunding*. Les jetons ayant des caractéristiques économiques similaires aux titres financiers sont très fréquemment achetés dans la perspective de l'obtention ultérieur d'un produit ou d'un service mais dans la perspective de la réalisation d'un investissement. L'offre au public de jetons reste donc un moyen de financement très intéressant pour les *start-up* dans la mesure où elle ne souffre pas des limitations propres au *reward based crowdfunding*. Les risques liés aux opérations *initial coin offering* restent cependant bien supérieurs à ceux liés aux opérations de *reward based crowdfunding*. En effet, les détenteurs de jetons sont exposés aux risques de la perte de valeur de leur actif et également aux risques liés à l'illiquidité potentielle de ce dernier.

Malgré les importants risques inhérents à ces techniques de financement, le cadre réglementaire conçu par le législateur français et européen pour les offres au public de jetons ne semble pas plus exigeant que celui pesant sur les campagnes de *reward based crowdfunding*. Il demeure en outre largement moins exigeant que le cadre juridique conçu pour l'offre au public de titres. Les opérations de *initial coin offering* ne font aujourd'hui pas l'objet d'un contrôle à priori (ou à posteriori) par le régulateur. Dans le cadre juridique mis en place par le Règlement MiCA, le seul élément qui fera l'objet d'une réglementation spécifique en cas d'*initial coin offering* sera le document d'information devant être publié par les émetteurs. Si la publication de ce document sera obligatoire sous le régime juridique mis en place par le Règlement MiCA, le régulateur ne procédera pas à un contrôle de la

cohérence et la complétude des *white paper*. La simple obligation de publier un document d'information semble cependant peu efficace pour réduire l'asymétrie informationnelle entre l'émetteur et les souscripteurs de jetons. Étant donné qu'en présence d'une offre au public de jetons la présence d'un intermédiaire n'est pas obligatoire, il nous semble quasiment impossible que le souscripteur puisse évaluer de manière adaptée l'entreprise financée. Or, l'évaluation de la cible est particulièrement importante en présence d'une jeune pousse non seulement pour s'assurer du potentiel de croissance de l'entreprise, mais également pour pouvoir se convaincre de la viabilité des projets et, le cas échéant de l'honnêteté des porteurs de projets.

Il reste donc possible de s'interroger sur les raisons pour lesquelles les législateurs français et européen ont construit une réglementation peu protectrice des investisseurs qui s'avère être en inadéquation avec les risques qu'un jeton peut présenter pour les investisseurs.

De notre point de vue, l'une des raisons principales réside dans la volonté de favoriser un moyen de financement et un écosystème émergent structuré autour de nouvelles technologies que sont les actifs numériques.

Cette volonté, qui est susceptible de cacher une motivation économique et politique, est-elle suffisante pour justifier une protection allégée des investisseurs ou des contributeurs ? Il est également possible de se demander si cette volonté ne va pas à l'encontre des objectifs initialement poursuivis par le droit financier (la protection des investisseurs et des marchés et la transparence de ces derniers).

La question se pose cependant : le cadre juridique régissant les nouveaux moyens de financement se rapprochera-t-il progressivement au cadre réglementaire contraignant des moyens de financements traditionnels ? La volonté d'imposer une gestion de risque professionnelle assortie d'un système de *scoring* en matière de *crowdfunding* peut présenter un premier indice en ce sens.

Les différences marquantes des approches adoptées par le législateur dans la construction des moyens de financement traditionnels et des nouveaux moyens de financement sont

susceptibles de nous conduire à des interrogations ultérieures et soulèvent un certain nombre de pistes de réflexion liées au financement des jeunes entreprises financement par les particuliers et plus généralement au financement des *start-up*.

477 Pistes de réflexions. Les nouveaux moyens de financement largement convoités par les *start-up* restent, sans exceptions, ouverts aux particuliers, ce qui marque une popularisation du financement et de l'investissement dans les jeunes pousses et plus largement dans les actifs non cotés. Il est cependant possible de se demander si cette « *démocratisation* » est souhaitable sur le plus long terme. En cas de financement par des particuliers, les *start-up* peuvent perdre une chance d'être accompagnées dans le cadre de leur activité par un investisseur expert dans leur domaine. En outre, les investisseurs particuliers se trouvent bien souvent dans une situation relativement fragile par rapport aux investisseurs institutionnels (en l'absence de trésorerie importante). Il est à ce titre possible de s'interroger sur la raison pour laquelle le législateur ne favorise pas l'exposition indirecte des particuliers aux actifs hautement risqués (notamment en rendant plus attractif les fonds de capital-investissement ouverts au grand public). La mutualisation des risques, propre aux fonds d'investissement, peut sembler une technique adaptée aux investisseurs n'ayant pas la surface financière suffisante pour subir des pertes importantes. Ainsi, l'aménagement du cadre juridique des fonds de capital-investissement en fonction des besoins des particuliers et des *start-up* nous semble une approche plus adaptée au financement des jeunes pousses que l'ouverture des nouveaux canaux d'investissement (ou de financement) direct aux particuliers.

Il est enfin possible de se demander si le développement des nouveaux moyens de financement ne constitue pas une tendance défavorable pour l'évaluation des *start-up*. En effet, l'évaluation d'une jeune pousse nécessite une *due diligence* approfondie qui peut s'avérer complexe en cas d'entrée en relation à distance. Ainsi, l'apparition des moyens de financement entièrement numériques (où l'analyse approfondie de la *start-up* reste difficilement réalisable) pourrait, dans une certaine mesure, s'avérer contraire aux besoins des *start-up*. Nous pouvons également nous demander dans quelle mesure l'apparition des nouveaux moyens de financement rend nécessaire l'utilisation de techniques de communication innovantes, notamment dans l'optique de lutter contre

les difficultés relatives à la sélection et au suivi des jeunes entreprises innovantes via l'internet.

478 Propositions de modifications réglementaires. Nous joignons à la présente thèse un projet de loi et une proposition de règlement européen suggérant un certain nombre de modifications qui seraient à notre sens pertinentes pour les *start-up*. Nous avons formulé des propositions ciblées dans ces textes lesquels visent à moderniser les cadres juridiques français et européen face aux nouveaux défis soulevés par les jeunes entreprises innovantes. Le projet de loi vise à apporter des modifications en matière de droit des sociétés, de droit des sûretés et de droit des marchés financiers afin de faciliter les levées de fonds des jeunes entreprises innovantes. Nous proposons notamment, au sein du projet de loi susvisé, des mesures permettant d'alléger la levée de fonds par valeurs mobilières composées et d'actions de préférence ; de moderniser le régime juridique du fonds commun de placement dans l'innovation (ci-après « FCPI ») en élargissant le périmètre de ses actifs éligibles ; d'assouplir les exigences relatives aux prêts accordés via plateformes de *crowdfunding* ; et d'améliorer l'efficacité du nantissement de propriété intellectuelle qui pourrait s'avérer une sûreté plus efficace pour les jeunes pousses. Nous proposons, enfin, de modifier les dispositions relatives à l'admission des sociétés à la négociation sur une plateforme de négociation afin de permettre aux sociétés par actions de simplifier leurs levées de fonds et d'alléger les obligations informationnelles des émetteurs sur les marchés de croissance des petites et moyennes entreprises.

La proposition de règlement vise à apporter des modifications au sein du règlement européen relatif aux prestataires de services de financement participatif et au sein du Règlement MiCA. La proposition relative aux prestataires de services de financement participatif vise à instaurer une obligation de *due diligence* à la charge des prestataires exploitant les plateformes de financement participatif afin que ces dernières procèdent aux diligences nécessaires à l'occasion de l'entrée en relation avec les porteurs de projet. Le règlement clarifie également le rôle du prestataire de service de financement participatif après le déroulement de la campagne de financement. S'agissant du règlement sur le marché de crypto-actifs, les propositions consistent à imposer aux autorités nationales compétentes une obligation de vérification de la complétude et de

la clarté des informations figurant dans le *white paper*. Les propositions visent également à exiger la communication des informations complémentaires dans les livres-blancs publiés par les émetteurs de jetons quant à la description de l'équipe en charge du projet financé et quant à la technologie utilisée par l'émetteur. Les propositions ont également pour objet d'instaurer des obligations de bonne conduite à la charge des prestataires de services sur crypto-actifs exerçant une activité de courtage. La proposition de règlement obligerait ainsi lesdits prestataires à évaluer le caractère approprié des crypto-actifs proposés aux investisseurs. Enfin, la proposition a également pour vocation d'introduire des nouvelles obligations en matière d'abus de marché afin d'assurer le bon fonctionnement des marchés des actifs numériques.

Annexes

ANNEXE 1 : PROJET LOI RELATIF AU FINANCEMENT DES JEUNES ENTREPRISES INNOVANTES

N° _____

ASSEMBLÉE NATIONALE

CONSTITUTION DU 4 OCTOBRE 1958

SEIZIÈME LÉGISLATURE

Enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le _____.

PROJET DE LOI

relatif au financement des jeunes entreprises innovantes

MESDAMES, MESSIEURS,

Le présent projet de loi vise à initier une démarche importante ayant pour objet de moderniser le cadre juridique français en matière de financement de l'innovation et le financement des jeunes entreprises innovantes. Les jeunes pousses (ou *start-up* en langue anglaise) sont aujourd'hui des composants essentiels du tissu économique français qui dispose déjà de pionniers dans de nombreux domaines de la nouvelle technologie et notamment dans le domaine du *cloud*, dans la sécurité informatique des crypto-actifs ou encore des NFTs.

Les jeunes entreprises innovantes ont des besoins de financement particuliers. Il s'agit des PME pour lesquelles les charges financières supportées lors des premières années de leur existence peuvent s'avérer importantes et qui ne disposent que d'un certain nombre d'actifs incorporels, qui sont, très souvent des logiciels. Les jeunes pousses ont également des besoins importants en fonds propres. Dans ce contexte, la présente loi vise à la fois à alléger les charges pesant sur les petites entreprises et à faciliter leur accès à différents moyens de financement, qu'il s'agisse de crédit bancaire, capital-investissement ou de financement par le marché.

L'article 1 vise à supprimer les obstacles résultant de la désignation du commissaire aux comptes lors de la levée de fonds en valeurs mobilières donnant accès au capital, qui sont des instruments couramment utilisés par des PME et supprime également l'obligation de désigner un commissaire aux apports à l'occasion de l'émission d'actions de préférence lors de la constitution d'une société par actions simplifiée.

L'article 2 vise à élargir les actifs éligibles au portefeuille des fonds commun de placement dans l'innovation qui est un véhicule largement méconnu dans le domaine du capital-investissement. La modernisation des fonds commun de placement dans l'innovation semble un enjeu clé et pourra notamment permettre le financement des jeunes pousses par le public favorisant ainsi l'apparition des *start-up* françaises. Les modifications proposées visent à élargir le portefeuille des fonds commun de placement dans l'innovation afin de permettre à ces derniers de prendre des participations dans des *fintech* et des *deeptech*. Elles allègent également les critères relatifs aux actifs et éligibles afin de faciliter l'accès des jeunes pousses au financement par ce type de véhicule d'investissement.

L'article 3 répond à un besoin de modernisation du financement par *crowdfunding* en rendant ce moyen de financement plus flexible pour les *start-up*. L'article propose de supprimer l'obligation liée à la fixité des prêts octroyés à travers des plateformes exploitées par les prestataires de services de financement participatif. L'article supprime également les règles particulières imposées aux sociétés par actions simplifiée désireuses d'obtenir un financement par le moyen d'investissement participatif. En effet, ce statut peut constituer un frein pour les jeunes pousses souhaitant faire appel à ce moyen de financement. La présente loi confère la possibilité pour l'ensemble des sociétés faisant appel à l'investissement participatif de bénéficier de flexibilité des sociétés par actions simplifiée qui est un atout français important en matière de financement de l'innovation.

L'article 4 vise à tenir compte de la réalité des plateformes de financement participatif exerçant une activité de *reward based crowdfunding*. Le cadre juridique actuel faisant appel à l'activité de don ou de prêt sans intérêt demeure ambiguë quant à des obligations des plateformes de *reward based crowdfunding*.

L'article 5 modernise le cadre juridique d'une sûreté qui pourrait présenter un atout important pour les *start-up* en quête de crédit bancaire : le nantissement du droit d'exploitation de logiciel. Aujourd'hui, le cadre juridique de cette sûreté la rend peu adaptée aux *start-up* dont les programmes informatiques sont fréquemment en cours de développement au moment où elles déposent une demande pour l'obtention d'un crédit bancaire et donc difficilement monnayables.

L'article 6 vise à faciliter l'accès des *start-up* à l'offre au public. Il ouvre la possibilité à la forme sociale la mieux adaptée aux *start-up* de par sa souplesse, à savoir la société par actions simplifiée, de recourir à l'offre au public sous réserve que l'offre soit suivie par une admission à la négociation sur un marché de croissance des petites et moyennes entreprises. Par ailleurs, la loi incite les systèmes multilatéraux de négociations à appliquer un principe de proportionnalité dans les obligations de *reporting* et de publication imposées aux sociétés dont les titres sont admis à la négociation.

Projet de loi

Le Premier ministre,

Sur le rapport du ministre de l'économie et des finances,

Vu l'article 39 de la Constitution,

Décète :

Le présent projet de loi *relatif au financement des jeunes entreprises innovantes*, délibéré en conseil des ministres après avis du Conseil d'État, sera présenté à l'Assemblée nationale par le ministre de l'économie et des finances, qui sera chargé d'en exposer les motifs et d'en soutenir la discussion.

Fait à Paris, le _____.

Signé :

Chapitre unique

Une cadre juridique favorisant le financement des jeunes entreprises innovantes

Section 1

Le capital-risque au service du financement des jeunes entreprises innovantes

Article 1

- ① I. – Le Code de commerce est ainsi modifié :
- ② 1° Au II de l'article L.225-138 les mots: « ou, s'il n'en a pas été désigné, d'un commissaire aux comptes désigné à cet effet selon les modalités prévues aux articles [L. 225-228](#) et [L. 22-10-66](#). » sont supprimés.
- ③ 2° Au troisième alinéa de l'article L.227-1 après les mots : « du I de l'article [L. 233-8](#) et de l'article L. 236-17 » sont insérés les mots : « et à l'exception de l'article L.228-15 ».

Article 2

- II. – Le Code monétaire et financier est ainsi modifié :
- ① 1° Au I, de l'article L. 214-30 les mots « qui respectent les conditions définies aux c, e et i du 1 bis du I de l'article 885-0 V bis du code général des impôts dans sa rédaction en vigueur au 31 décembre 2017 » sont supprimés.
- ② 2° Au I, de l'article L. 214-30 les mots « au moins 10 % des charges d'exploitation de l'un au moins des trois exercices précédant celui au cours duquel intervient la souscription » sont remplacés par « au moins 5% des charges d'exploitation ».
- ③ 3° Le deuxième alinéa du c) du 1° du I de l'article L. 214-30 est supprimé.
- ④ 4° Au deuxième alinéa du c) du 1° du I de l'article L. 214-30 les mots « Cette appréciation peut être effectuée soit par un organisme chargé de soutenir l'innovation désigné par décret ou soit par la société de gestion elle-même ».
- ⑤ Au 1° du III de l'article L. 214-30 les mots « De titres ou parts reçus en contrepartie de souscriptions au capital, d'obligations dont le contrat d'émission prévoit

obligatoirement le remboursement en actions, de titres reçus en contrepartie d'obligations converties, d'obligations convertibles ou d'avances en compte courant de sociétés respectant les conditions définies au I» sont remplacés par « De titres ou parts reçus en contrepartie de souscriptions au capital, d'obligations dont le contrat d'émission prévoit obligatoirement le remboursement en actions, de titres reçus en contrepartie d'obligations converties, d'obligations convertibles, de bons de souscriptions d'actions ou d'avances en compte courant de sociétés respectant les conditions définies au I ».

⑥ Au VII de l'article L.214-28 les mots « dix ans » sont remplacés par les mots « quinze ans ».

⑦ A l'article L.214-24-1 est ajouté un IV ainsi rédigé : « L'Autorité des marchés financiers définit les conditions dans lesquelles les parts ou les actions d'un FIA géré par une société de gestion agréé établie dans un autre Etat membre de l'Union européenne peuvent être commercialisés à des clients non professionnels en France en l'absence d'un instrument d'échange et d'assistance mutuelle conclu avec ce dernier Etat ».

Section 2

L'innovation financière au service du financement des jeunes entreprises innovantes

Article 3

- ① Le Code de commerce est ainsi modifié :
- ② L'article L.227-2-1 est abrogé.
- ③ Le Code monétaire et financier est ainsi modifié :
- ④ Au 7° de l'article L.511-6 la dernière phrase est supprimée.

Article 4

- ① Le Code monétaire et financier est ainsi modifié :

- ② A l'article L.548-1 les mots « et des dons » sont remplacés par les mots « des dons ou des contreparties monétaires pour l'achat d'un ou plusieurs produits ou services commercialisés à travers un site internet » ;
- ③ Au 3° de l'article L.548-1 les mots « et de dons » sont remplacés par les mots « de dons ou de contreparties monétaires pour l'achat d'un ou plusieurs produits ou services commercialisés à travers un site internet » ;
- ④ Au 4^{ème} alinéa de l'article L.548-6 les mots « par prêts ou par dons » sont remplacés par les mots « par prêts, par dons ou par vente de biens ou services ».
- ⑤ Au 4° l'article L.548-6 après les mots « prêteurs ou donateurs » les mots « ou aux vendeurs » sont insérés.
- ⑥ Au 7° l'article L.548-6 les mots « prêteurs ou donateurs » sont remplacés par les mots « prêteurs, aux donateurs ou aux vendeurs ».
- ⑦ Au 8° l'article L.548-6 après les mots « prêteurs ou le cas échéant le donateurs » sont remplacés par les mots « prêteurs, donateurs ou le cas échéant aux vendeurs » sont insérés.

Section 3

Le droit des sûretés au service du financement des jeunes entreprises innovantes

Article 5

- ① Le Code de la propriété intellectuelle est ainsi modifié
- ② La deuxième phrase du 3^{ème} alinéa de l'article L.132-34 après est ainsi modifié :
« L'inscription indique l'assiette de la sûreté et notamment les codes source, si disponibles, et les documents de fonctionnement. En présence d'un logiciel en cours de développement, les informations relatives au code source peuvent être complétées ultérieurement ».
- ③ Après le 7^{ème} alinéa de l'article L.132-34 est inséré un alinéa ainsi rédigé :

« Après la réalisation de l'inscription prévue dans le présent article, le créancier nanti bénéficie d'un droit de rétention sur la créance donnée en nantissement et a seul le droit à son paiement tant en capital qu'en intérêts. »

Section 4

Le droit des marchés financiers du financement des jeunes entreprises innovantes

Article 6

①

Le Code de commerce est ainsi modifié

②

A l'article L.227-2 le premier alinéa est ainsi modifié :

« La société par actions simplifiée peut procéder à une offre au public de titres financiers si celle-ci est suivie par une admission à la négociation sur un système multilatéral de négociation ayant le statut de marché de croissance des petites et moyennes entreprises défini à l'article L.424-6 et suivants du Code monétaire et financier. La société par actions simplifiée peut également procéder aux offres mentionnées : »

③

Le Code monétaire et financier est ainsi modifié

④

Il est ajouté après l'article L.424-8 un article L.424-9 est ajouté ainsi rédigé :

« Le gestionnaire du système multilatéral de négociation impose des obligations informationnelles et de publication adaptées à la taille des émetteurs dont les valeurs sont admises à la négociation sur sa plateforme. »

ANNEXE 2 : PROPOSITION DE REGLEMENT EUROPEEN MODIFIANT LES REGLEMENTS (UE) 2020/1503 ET (UE) 2023/1114

COMMISSION EUROPÉENNE

Bruxelles, le _____

COM(____) ____ final

____/____(COD)

Proposition de

RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL

modifiant les règlements (UE) 2020/1503 et (UE) 2023/1114 (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

LE PARLEMENT EUROPÉEN ET LE CONSEIL DE L'UNION EUROPÉENNE,

vu le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, et notamment son article 114,

vu la proposition de la Commission européenne,

après transmission du projet d'acte législatif aux parlements nationaux,

vu l'avis de la Banque centrale européenne ,

vu l'avis du Comité économique et social européen,

statuant conformément à la procédure législative ordinaire,

consid. ce qui suit:

- (1) Le financement participatif et les émissions de jetons constituent deux moyens de financement importants au regard des jeunes entreprises innovantes (également appelées *start-up*). Cependant, le *business model* des *start-up* peut s'avérer très risqué et les produits ou services proposés par ces dernières sont souvent particulièrement complexes. Qu'il s'agisse de titres non cotés ou de jetons utilitaires, les investisseurs doivent donc notamment disposer des informations nécessaires afin de pouvoir prendre une décision d'investissement avisée.
- (2) Afin de réduire le risque résultant de l'asymétrie informationnelle encouru par les investisseurs qui participent à des campagnes de financement participatif, il paraît impératif

d'imposer des obligations supplémentaires aux prestataires de services de financement participatif relatives aux *due diligences* menées par ces derniers sur les projets acceptés et visant à faciliter la communication des investisseurs avec les porteurs de projets.

- (3) La réglementation actuelle impose des obligations aux prestataires de services de financement participatif seulement en ce qui concerne la conduite à adopter vis-à-vis des investisseurs préalablement à la campagne de financement participatif et au cours de celle-ci. Le présent règlement clarifie le rôle des prestataires de services de financement participatif après le déroulement de la campagne de financement. En effet, la phase *post-investment* cache de nombreux risques pour les investisseurs qui, dans le cadre d'une campagne de financement participatif, sont souvent des particuliers. Ces risques sont en outre accentués par le caractère jeune et innovant des entreprises financées.
- (4) Le présent règlement propose également des modifications visant à améliorer la position des investisseurs lors des levées de fonds en jetons utilitaires. Compte tenu de la difficulté d'évaluer la qualité des livres-blancs publiés par les émetteurs, il semble important d'accorder une place plus importante aux autorités nationales compétentes dans le contrôle des documents d'informations. Désormais, les autorités nationales compétentes auront l'obligation de vérifier la complétude et la clarté des informations figurant dans le *white paper*. Les informations contenues dans ces derniers se voient par ailleurs complétées quant à la description de l'équipe en charge du projet financé et quant à la description de la technologie. Le règlement instaure également des obligations de bonne conduite à la charge des prestataires de services sur crypto-actifs exerçant une activité de courtage et oblige ces derniers à évaluer le caractère approprié des actifs proposés aux investisseurs. Il prévoit par ailleurs que les prestataires exploitant des plateformes partiellement ou totalement décentralisées sont également tenus par les obligations incombant aux prestataires de services sur actifs numériques. Enfin, le règlement introduit des nouvelles obligations en matière d'abus de marché afin d'assurer le bon fonctionnement des marchés des actifs numériques.

CHAPITRE unique

Article premier

Modifications du règlement (UE) 2020/1503

Le règlement (UE) 2020/1503 est modifié comme suit:

1) A l'article 5, paragraphe 2, un point c) est ajouté :

« c) avant d'accepter de financer un projet par le biais de la plateforme de financement participatif celle-ci conduit une analyse approfondie de l'activité du porteur de projet tenant compte de la compétence et l'expérience des dirigeants, de la viabilité du modèle d'affaire de la société exploitée par les dirigeants et le cas échéant de la réputation du porteur de projet. »

2) L'article 19 est ainsi modifié :

« 1. Les prestataires de services de financement participatif mettent à la disposition de leurs clients les coûts, risques financiers et charges liés à des services ou investissements de financement participatif, sur les critères de sélection des projets de financement participatif et sur la nature de leurs services de financement participatif et les risques qui y sont associés. Toutes les informations, y compris les communications publicitaires visées à l'article 27, doivent être correctes, claires et non trompeuses.

2. Les prestataires de services de financement participatif informent leurs clients que leurs services de financement participatif ne sont pas couverts par le système de garantie des dépôts établi conformément à la directive 2014/49/UE et que les valeurs mobilières ou les instruments admis à des fins de financement participatif acquis par le biais de leur plateforme de financement participatif ne sont pas couverts par le système d'indemnisation des investisseurs établi conformément à la directive 97/9/CE.

3. Les prestataires de services de financement participatif informent leurs clients du délai de réflexion prévu pour les investisseurs non avertis conformément à l'article 22. Lorsqu'une offre de financement participatif est faite, le prestataire de services de financement participatif fournit cette information dans un endroit bien visible du support de l'offre, y compris sur toute application mobile et page internet sur laquelle cette offre apparaît.

4. Toutes les informations qui doivent être fournies conformément au paragraphe 1 sont communiquées aux clients chaque fois que cela s'avère approprié, et en tout état de cause avant qu'ils ne s'engagent dans une opération de financement participatif.

5. Les informations visées aux paragraphes 1, 2 et 6 sont mises à la disposition de tous les clients, de manière non discriminatoire, dans une section clairement identifiée et aisément accessible du site internet de la plate-forme de financement participatif.

6. Si les prestataires de services de financement participatif attribuent des scores de crédit à des projets de financement participatif ou proposent une tarification pour les offres de

financement participatif faites sur leur plate-forme de financement participatif, ils fournissent une description de la méthode utilisée pour calculer ces scores ou ces prix. Si le calcul se fonde sur des comptes non vérifiés, cela doit être clairement indiqué dans la description de la méthode.

7. Les prestataires de services de financement participatif mettent en place des canaux de communication en ligne à disposition de leurs clients afin que ces derniers puissent aisément demander la communication des documents relatifs aux porteurs de projet.

8. Les prestataires de services de financement participatif assurent le suivi de l'opération de financement et sont responsables du bon déroulement de celle-ci sur le plan opérationnel. Les prestataires de services de financement participatif ne sont toutefois pas responsables de l'échec éventuel de l'opération de la levée de fonds.

9. Les prestataires de services de financement participatif informent leurs clients ayant décidé d'investir dans un projet de la possibilité d'obtenir des informations sur le projet après le déroulement de la levée de fonds. Cette information est communiquée aux clients avant la réalisation de l'investissement. Dans la mesure où les prestataires de services de financement participatif disposent des informations qui ont une incidence sur les droits des investisseurs, ils sont tenus d'en informer ces derniers même après le déroulement de l'opération de financement.

10. L'ABE élabore, en étroite coopération avec l'AEMF, des projets de normes techniques de réglementation pour préciser:

- a) les éléments, y compris le format, qui doivent être inclus dans la description de la méthode visée au paragraphe 6;
- b) les informations et les facteurs que les prestataires de services de financement participatif doivent prendre en considération lorsqu'ils procèdent à une évaluation du risque de crédit visée à l'article 4, paragraphe 4, points a) et b), et effectuent une évaluation d'un prêt visée à l'article 4, paragraphe 4, point e);
- c) les facteurs qu'un prestataire de services de financement participatif doit prendre en compte pour garantir que le prix d'un prêt qu'il facilite est correct et approprié au sens de l'article 4, paragraphe 4, point d);
- d) le contenu minimal et la gouvernance des politiques et procédures requises au titre du présent article et du cadre de gestion des risques visé à l'article 4, paragraphe 4, point f).

L'ABE soumet ces projets de normes techniques de réglementation à la Commission au plus tard le 10 mai 2022.

La Commission est habilitée à compléter le présent règlement en adoptant les normes techniques de réglementation visées au premier alinéa du présent paragraphe conformément aux articles 10 à 14 du règlement (UE) no 1093/2010. »

Article 2

Modifications du règlement (UE) 2023/1114

Le règlement (UE) 2023/1114 est modifié comme suit:

- 1) A l'article 3 le paragraphe 15 est modifié comme suit :
« une personne morale ou une autre entreprise dont l'occupation ou l'activité consiste à fournir un ou plusieurs services sur crypto-actifs à des clients à titre professionnel et qui est autorisée à fournir des services sur crypto-actifs conformément à l'article 59. Toute personne morale fournissant des services sur crypto-actifs, de façon partiellement ou totalement décentralisée, est considérée comme un prestataire de service sur crypto-actifs au sens du présent article. »
- 2) A l'article 8 le paragraphe 3 est modifié comme suit :
« 3. Les autorités compétentes des États membres vérifient la clarté et la cohérence des informations contenues au sein des livres blancs et approuvent ces derniers. L'autorité transmet par voie électronique ses questions à l'offreur ou à la personne demandant l'admission à la négociation 20 jours ouvrables après la réception du livre-blanc. »
- 3) A l'article 8 le paragraphe 5 est modifié comme suit :
« 5. Les éléments visés aux paragraphes 1 et 4 sont notifiés à l'autorité compétente de l'État membre d'origine au moins 40 jours ouvrables avant la date de publication du livre blanc sur les crypto-actifs. »
- 4) A l'article 77 un paragraphe 5 est ajouté :
« Les prestataires de services sur crypto-actifs qui échangent des crypto-actifs contre des fonds ou contre d'autres crypto-actifs évaluent si les services sur crypto-actifs ou les crypto-actifs sont appropriés pour leurs clients ou clients potentiels, en prenant en considération les connaissances et l'expérience de ceux-ci en matière d'investissement dans les crypto-actifs. »

- 5) A l'article 78 un paragraphe 7 est ajouté :
- « Les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de leurs clients évaluent si les services sur crypto-actifs ou les crypto-actifs sont appropriés à la situation de leurs clients ou clients potentiels, en prenant en considération les connaissances et l'expérience de ceux-ci en matière d'investissement dans les crypto-actifs. »
- 6) A l'article 89 un paragraphe 7 est ajouté
- « Les émetteurs, les offreurs et les personnes qui demandent l'admission à la négociation établissent une liste de toutes les personnes qui, en raison de la nature de leurs fonctions ou de leur poste, disposent d'un accès régulier à des informations privilégiées (ci-après la «liste d'initiés permanents»);
- b)mettent rapidement à jour cette liste d'initiés permanents ; et
- c)communiquent la liste d'initiés permanents à l'autorité compétente dès que possible à la demande de celle-ci.»;
- 7) A l'Annexe I, le 3 de la partie D est ainsi modifiée :
- « Les coordonnées de toutes les personnes physiques ou morales (y compris les adresses professionnelles ou le siège de l'entreprise) participant à la mise en œuvre du projet de crypto-actif, telles que les conseillers, les membres de l'équipe de développement et les prestataires de services sur crypto-actifs. La biographie de l'équipe de développement faisant apparaître les compétences nécessaires pour le développement du projet. »
- 8) A l'Annexe I, partie H un point 6 est ajouté :
- « Ces informations doivent être exposées dans un langage aisément compréhensible pour une personne ne disposant pas de connaissance en matière de nouvelles technologies ».

ANNEXE 3 : TABLEAU COMPARATIF RELATIF AUX DISPOSITIONS PROJET DE LOI RELATIF AU FINANCEMENT DES JEUNES ENTREPRISES INNOVANTES

Section 1 : Le capital-risque au service des jeunes entreprises innovantes

Disposition en vigueur	Disposition modifiée
Code de commerce	
<p>Article L225-138</p> <p>I.-L'assemblée générale qui décide l'augmentation du capital peut la réserver à une ou plusieurs personnes nommément désignées ou catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées. A cette fin, elle peut supprimer le droit préférentiel de souscription. Les personnes nommément désignées bénéficiaires de cette disposition ne peuvent prendre part au vote. Le quorum et la majorité requis sont calculés après déduction des actions qu'elles possèdent. La procédure prévue aux articles L. 225-147 et L. 22-10-53 n'est pas applicable.</p> <p>Lorsque l'assemblée générale extraordinaire supprime le droit préférentiel de souscription en faveur d'une ou plusieurs catégories de personnes répondant à des caractéristiques qu'elle fixe, elle peut déléguer au conseil d'administration ou au</p>	<p>Article L225-138</p> <p>I.-L'assemblée générale qui décide l'augmentation du capital peut la réserver à une ou plusieurs personnes nommément désignées ou catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées. A cette fin, elle peut supprimer le droit préférentiel de souscription. Les personnes nommément désignées bénéficiaires de cette disposition ne peuvent prendre part au vote. Le quorum et la majorité requis sont calculés après déduction des actions qu'elles possèdent. La procédure prévue aux articles L. 225-147 et L. 22-10-53 n'est pas applicable.</p> <p>Lorsque l'assemblée générale extraordinaire supprime le droit préférentiel de souscription en faveur d'une ou plusieurs catégories de personnes répondant à des caractéristiques qu'elle fixe, elle peut déléguer au conseil d'administration ou au</p>

<p>directoire le soin d'arrêter la liste des bénéficiaires au sein de cette ou de ces catégories et le nombre de titres à attribuer à chacun d'eux, dans les limites des plafonds prévus au premier alinéa de l'article L. 225-129-2. Lorsqu'il fait usage de cette délégation, le conseil d'administration ou le directoire établit un rapport complémentaire à la prochaine assemblée générale ordinaire, certifié par le commissaire aux comptes, s'il en existe, décrivant les conditions définitives de l'opération.</p> <p>II.-Le prix d'émission ou les conditions de fixation de ce prix sont déterminés par l'assemblée générale extraordinaire sur rapport du conseil d'administration ou du directoire et sur rapport spécial du commissaire aux comptes de la société, ou, s'il n'en a pas été désigné, d'un commissaire aux comptes désigné à cet effet selon les modalités prévues aux articles L. 225-228 et L. 22-10-66.</p> <p>III.-L'émission doit être réalisée dans un délai de dix-huit mois à compter de l'assemblée générale qui l'a décidée ou qui a voté la délégation prévue à l'article L. 225-129.</p>	<p>directoire le soin d'arrêter la liste des bénéficiaires au sein de cette ou de ces catégories et le nombre de titres à attribuer à chacun d'eux, dans les limites des plafonds prévus au premier alinéa de l'article L. 225-129-2. Lorsqu'il fait usage de cette délégation, le conseil d'administration ou le directoire établit un rapport complémentaire à la prochaine assemblée générale ordinaire, certifié par le commissaire aux comptes, s'il en existe, décrivant les conditions définitives de l'opération.</p> <p>II.-Le prix d'émission ou les conditions de fixation de ce prix sont déterminés par l'assemblée générale extraordinaire sur rapport du conseil d'administration ou du directoire et sur rapport spécial du commissaire aux comptes de la société, ou, s'il n'en a pas été désigné, d'un commissaire aux comptes désigné à cet effet selon les modalités prévues aux articles L. 225-228 et L. 22-10-66.</p> <p>III.-L'émission doit être réalisée dans un délai de dix-huit mois à compter de l'assemblée générale qui l'a décidée ou qui a voté la délégation prévue à l'article L. 225-129.</p>
<p>Article L227-1</p> <p>Une société par actions simplifiée peut être instituée par une ou plusieurs personnes qui ne supportent les pertes qu'à concurrence de leur apport.</p> <p>Lorsque cette société ne comporte qu'une seule personne, celle-ci est dénommée " associé unique ". L'associé unique exerce</p>	<p>Article L227-1</p> <p>Une société par actions simplifiée peut être instituée par une ou plusieurs personnes qui ne supportent les pertes qu'à concurrence de leur apport.</p> <p>Lorsque cette société ne comporte qu'une seule personne, celle-ci est dénommée " associé unique ". L'associé unique exerce</p>

<p>les pouvoirs dévolus aux associés lorsque le présent chapitre prévoit une prise de décision collective.</p> <p>Dans la mesure où elles sont compatibles avec les dispositions particulières prévues par le présent chapitre, les règles concernant les sociétés anonymes, à l'exception de l'article L. 224-2, du second alinéa de l'article L. 225-14, des articles L. 225-17 à L. 225-102-2, L. 225-103 à L. 225-126, L. 225-243, du I de l'article L. 233-8 et de l'article L. 236-17, sont applicables à la société par actions simplifiée. Pour l'application de ces règles, les attributions du conseil d'administration ou de son président sont exercées par le président de la société par actions simplifiée ou celui ou ceux de ses dirigeants que les statuts désignent à cet effet.</p> <p>(...)</p>	<p>les pouvoirs dévolus aux associés lorsque le présent chapitre prévoit une prise de décision collective.</p> <p>Dans la mesure où elles sont compatibles avec les dispositions particulières prévues par le présent chapitre, les règles concernant les sociétés anonymes, à l'exception de l'article L. 224-2, du second alinéa de l'article L. 225-14, des articles L. 225-17 à L. 225-102-2, L. 225-103 à L. 225-126, L. 225-243, du I de l'article L. 233-8 et de l'article L. 236-17 et à l'exception de l'article L.228-15 sont applicables à la société par actions simplifiée. Pour l'application de ces règles, les attributions du conseil d'administration ou de son président sont exercées par le président de la société par actions simplifiée ou celui ou ceux de ses dirigeants que les statuts désignent à cet effet.</p> <p>(...)</p>
<p>Code monétaire et financier</p>	
<p>Article L214-30</p> <p>I. – Les fonds communs de placement dans l'innovation sont des fonds communs de placement à risques dont l'actif est constitué, pour 70 % au moins, de titres financiers, parts de société à responsabilité limitée et avances en compte courant, tels que définis au I et au 1° du II de l'article L. 214-28, qui confèrent aux souscripteurs de titres de capital les seuls droits résultant de la qualité d'actionnaire ou d'associé, à</p>	<p>Article L214-30</p> <p>I. – Les fonds communs de placement dans l'innovation sont des fonds communs de placement à risques dont l'actif est constitué, pour 70 % au moins, de titres financiers, parts de société à responsabilité limitée et avances en compte courant, tels que définis au I et au 1° du II de l'article L. 214-28, qui confèrent aux souscripteurs de titres de capital les seuls droits résultant de la qualité d'actionnaire ou d'associé, à</p>

l'exclusion de toute autre contrepartie notamment sous la forme de garantie en capital, de tarifs préférentiels ou d'accès prioritaire aux biens produits ou aux services rendus par la société, et qui sont émis par des sociétés ayant leur siège dans un Etat membre de l'Union européenne ou dans un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales, qui sont soumises à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun ou en seraient passibles dans les mêmes conditions si l'activité était exercée en France, dont le capital n'est pas détenu majoritairement, directement ou indirectement, par une ou plusieurs personnes morales ayant des liens de dépendance avec une autre personne morale au sens du VI, qui respectent les conditions définies aux c, e et i du 1 bis du I de l'article 885-0 V bis du code général des impôts dans sa rédaction en vigueur au 31 décembre 2017, qui n'ont pas procédé au cours des douze derniers mois au remboursement, total ou partiel, d'apports et qui remplissent les conditions suivantes :

° Au moment de l'investissement initial par le fonds :

a) Etre une petite et moyenne entreprise au sens de l'annexe I du règlement (UE) n° 651/2014 de la Commission du 17 juin 2014 déclarant certaines catégories d'aides compatibles avec le marché intérieur en application des articles 107 et 108 du traité ;

l'exclusion de toute autre contrepartie notamment sous la forme de garantie en capital, de tarifs préférentiels ou d'accès prioritaire aux biens produits ou aux services rendus par la société, et qui sont émis par des sociétés ayant leur siège dans un Etat membre de l'Union européenne ou dans un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales, qui sont soumises à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun ou en seraient passibles dans les mêmes conditions si l'activité était exercée en France, dont le capital n'est pas détenu majoritairement, directement ou indirectement, par une ou plusieurs personnes morales ayant des liens de dépendance avec une autre personne morale au sens du VI, ~~qui respectent les conditions définies aux c, e et i du 1 bis du I de l'article 885-0 V bis du code général des impôts dans sa rédaction en vigueur au 31 décembre 2017,~~ qui n'ont pas procédé au cours des douze derniers mois au remboursement, total ou partiel, d'apports et qui remplissent les conditions suivantes :

1° Au moment de l'investissement initial par le fonds :

a) Etre une petite et moyenne entreprise au sens de l'annexe I du règlement (UE) n° 651/2014 de la Commission du 17 juin 2014 déclarant certaines catégories d'aides compatibles avec le marché intérieur en application des articles 107 et 108 du traité ;

<p>b) Ne pas avoir de titres admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation français ou étranger au sens des articles L. 421-1 ou L. 424-1, sauf si ce marché est un système multilatéral de négociation où la majorité des instruments admis à la négociation sont émis par des petites et moyennes entreprises ;</p> <p>c) Remplir l'une des deux conditions suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none">– avoir réalisé des dépenses de recherche définies aux a à g et aux j et k du II de l'article 244 quater B du code général des impôts représentant au moins 10 % des charges d'exploitation de l'un au moins des trois exercices précédant celui au cours duquel intervient la souscription. <p>Pour l'application aux entreprises n'ayant jamais clos d'exercice, les dépenses de recherche sont estimées pour l'exercice courant à la date de souscription et certifiées par un expert-comptable ou par un commissaire aux comptes ;</p> <ul style="list-style-type: none">– être capable de démontrer qu'elle développe ou développera dans un avenir prévisible des produits, services ou procédés neufs ou substantiellement améliorés par rapport à l'état de la technique dans le secteur considéré et qui présentent un risque d'échec technologique ou industriel. Cette appréciation est effectuée pour une période de trois ans par un organisme chargé de soutenir l'innovation et désigné par décret ; <p>d) Remplir l'une des trois conditions suivantes :</p>	<p>b) Ne pas avoir de titres admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation français ou étranger au sens des articles L. 421-1 ou L. 424-1, sauf si ce marché est un système multilatéral de négociation où la majorité des instruments admis à la négociation sont émis par des petites et moyennes entreprises ;</p> <p>c) Remplir l'une des deux conditions suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none">– avoir réalisé des dépenses de recherche définies aux a à g et aux j et k du II de l'article 244 quater B du code général des impôts représentant au moins 5 % des charges d'exploitation de l'un au moins des trois exercices précédant celui au cours duquel intervient la souscription. <p>Pour l'application aux entreprises n'ayant jamais clos d'exercice, les dépenses de recherche sont estimées pour l'exercice courant à la date de souscription et certifiées par un expert-comptable ou par un commissaire aux comptes ;</p> <ul style="list-style-type: none">– être capable de démontrer qu'elle développe ou développera dans un avenir prévisible des produits, services ou procédés neufs ou substantiellement améliorés par rapport à l'état de la technique dans le secteur considéré et qui présentent un risque d'échec technologique ou industriel. Cette appréciation peut être effectuée soit par un organisme chargé de soutenir l'innovation désigné par décret ou soit par la société de gestion elle-même ; <p>d) Remplir l'une des trois conditions suivantes :</p>
--	--

<p>– n'exercer son activité sur aucun marché ;</p> <p>– exercer son activité sur un marché, quel qu'il soit, depuis moins de dix ans après sa première vente commerciale. Si l'entreprise a fait appel à l'organisme mentionné au dernier alinéa du c du présent 1^o, celui-ci est également chargé de définir la date de première vente commerciale. A défaut, celle-ci est définie comme au troisième alinéa du d du 1 bis du I de l'article 885-0 V bis du code général des impôts dans sa rédaction en vigueur au 31 décembre 2017 ;</p> <p>– avoir un besoin d'investissement initial en faveur du financement des risques qui, sur la base d'un plan d'entreprise établi en vue d'intégrer un nouveau marché géographique ou de produits, est supérieur à 50 % de son chiffre d'affaires annuel moyen des cinq années précédentes ;</p> <p>2^o Lors de chaque investissement par le fonds dans la société :</p> <p>a) Ne pas être qualifiable d'entreprise en difficulté au sens du 18 de l'article 2 du règlement (UE) n^o 651/2014 de la Commission du 17 juin 2014 précité ;</p> <p>b) Respecter la condition mentionnée au j du 1 bis du I de l'article 885-0 V bis du code général des impôts dans sa rédaction en vigueur au 31 décembre 2017.</p> <p>Les dispositions du V de l'article L. 214-28 s'appliquent dans les mêmes conditions aux fonds communs de placement dans l'innovation sous réserve du quota d'investissement de 70 % qui leur est propre.</p> <p>II. – Lorsque les titres d'une société respectant initialement les conditions</p>	<p>– n'exercer son activité sur aucun marché ;</p> <p>– exercer son activité sur un marché, quel qu'il soit, depuis moins de dix ans après sa première vente commerciale. Si l'entreprise a fait appel à l'organisme mentionné au dernier alinéa du c du présent 1^o, celui-ci est également chargé de définir la date de première vente commerciale. A défaut, celle-ci est définie comme au troisième alinéa du d du 1 bis du I de l'article 885-0 V bis du code général des impôts dans sa rédaction en vigueur au 31 décembre 2017 ;</p> <p>– avoir un besoin d'investissement initial en faveur du financement des risques qui, sur la base d'un plan d'entreprise établi en vue d'intégrer un nouveau marché géographique ou de produits, est supérieur à 50 % de son chiffre d'affaires annuel moyen des cinq années précédentes ;</p> <p>2^o Lors de chaque investissement par le fonds dans la société :</p> <p>a) Ne pas être qualifiable d'entreprise en difficulté au sens du 18 de l'article 2 du règlement (UE) n^o 651/2014 de la Commission du 17 juin 2014 précité ;</p> <p>b) Respecter la condition mentionnée au j du 1 bis du I de l'article 885-0 V bis du code général des impôts dans sa rédaction en vigueur au 31 décembre 2017.</p> <p>Les dispositions du V de l'article L. 214-28 s'appliquent dans les mêmes conditions aux fonds communs de placement dans l'innovation sous réserve du quota d'investissement de 70 % qui leur est propre.</p> <p>II. – Lorsque les titres d'une société respectant initialement les conditions</p>
---	---

prévues au I du présent article détenus par un fonds commun de placement dans l'innovation sont, postérieurement à l'investissement initial, admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation français ou étranger, ils continuent à être pris en compte dans le quota d'investissement de 70 % pendant une durée de cinq ans à compter de leur admission.

III. – A. – L'actif du fonds est constitué, pour le respect du quota mentionné au I :

1° De titres ou parts reçus en contrepartie de souscriptions au capital, d'obligations dont le contrat d'émission prévoit obligatoirement le remboursement en actions, de titres reçus en contrepartie d'obligations converties, d'obligations convertibles ou d'avances en compte courant de sociétés respectant les conditions définies au I. Les titres ou parts reçus en contrepartie de souscriptions au capital, les titres reçus en remboursement d'obligations et les titres reçus en contrepartie d'obligations converties doivent représenter au moins 40 % de l'actif du fonds ;

2° De titres ou parts d'une société qui ont fait l'objet d'un rachat si l'une des deux conditions suivantes est vérifiée :

- a) Leur valeur est inférieure à la valeur des titres ou parts de cette société mentionnés au 1° du présent A détenus par le fonds ;
- b) Au moment du rachat de titres ou parts, le fonds s'engage à souscrire pendant sa durée de vie des titres ou parts mentionnés au 1° du présent A, dont l'émission est

prévues au I du présent article détenus par un fonds commun de placement dans l'innovation sont, postérieurement à l'investissement initial, admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation français ou étranger, ils continuent à être pris en compte dans le quota d'investissement de 70 % pendant une durée de cinq ans à compter de leur admission.

III. – A. – L'actif du fonds est constitué, pour le respect du quota mentionné au I :

1° De titres ou parts reçus en contrepartie de souscriptions au capital, d'obligations dont le contrat d'émission prévoit obligatoirement le remboursement en actions, de titres reçus en contrepartie d'obligations converties, d'obligations convertibles, **de bons de souscriptions d'actions** ou d'avances en compte courant de sociétés respectant les conditions définies au I. Les titres ou parts reçus en contrepartie de souscriptions au capital, les titres reçus en remboursement d'obligations et les titres reçus en contrepartie d'obligations converties doivent représenter au moins 40 % de l'actif du fonds ;

2° De titres ou parts d'une société qui ont fait l'objet d'un rachat si l'une des deux conditions suivantes est vérifiée :

- a) Leur valeur est inférieure à la valeur des titres ou parts de cette société mentionnés au 1° du présent A détenus par le fonds ;
- b) Au moment du rachat de titres ou parts, le fonds s'engage à souscrire pendant sa durée de vie des titres ou parts mentionnés au 1° du présent A, dont l'émission est

<p>prévue au plan d'entreprise, pour une valeur au moins équivalente au rachat.</p> <p>La réalisation de cette condition est appréciée sur la durée de vie du fonds.</p> <p>B. – Les titres ou parts acquis à l'occasion d'investissements de suivi dans les entreprises dont les titres ou parts sont déjà présents à l'actif du fonds au titre du quota mentionné au I du présent article peuvent être comptabilisés dans ce quota si les conditions prévues au 6 de l'article 21 du règlement (UE) n° 651/2014 de la Commission du 17 juin 2014 précité sont remplies.</p>	<p>prévue au plan d'entreprise, pour une valeur au moins équivalente au rachat.</p> <p>La réalisation de cette condition est appréciée sur la durée de vie du fonds.</p> <p>B. – Les titres ou parts acquis à l'occasion d'investissements de suivi dans les entreprises dont les titres ou parts sont déjà présents à l'actif du fonds au titre du quota mentionné au I du présent article peuvent être comptabilisés dans ce quota si les conditions prévues au 6 de l'article 21 du règlement (UE) n° 651/2014 de la Commission du 17 juin 2014 précité sont remplies.</p>
<p>Article L214-28 (...) VII. – Les porteurs de parts ne peuvent demander le rachat de celles-ci avant l'expiration d'une période qui ne peut excéder dix ans. Au terme de ce délai, les porteurs de parts peuvent exiger la liquidation du fonds si leurs demandes de remboursement n'ont pas été satisfaites dans le délai d'un an. (...)</p>	<p>Article L214-28 (...) VII. – Les porteurs de parts ne peuvent demander le rachat de celles-ci avant l'expiration d'une période qui ne peut excéder quinze ans. Au terme de ce délai, les porteurs de parts peuvent exiger la liquidation du fonds si leurs demandes de remboursement n'ont pas été satisfaites dans le délai d'un an. (...)</p>
<p>Article L.214-24-1 I. – Toute société de gestion de portefeuille française, toute société de gestion établie dans un Etat membre de l'Union européenne ou tout gestionnaire établi dans un pays tiers transmet, préalablement à la commercialisation en France de parts ou actions de FIA établis dans un Etat membre de l'Union européenne ou dans un pays tiers auprès de clients professionnels, avec ou sans passeport, une notification à l'Autorité</p>	<p>Article L.214-24-1 I. – Toute société de gestion de portefeuille française, toute société de gestion établie dans un Etat membre de l'Union européenne ou tout gestionnaire établi dans un pays tiers transmet, préalablement à la commercialisation en France de parts ou actions de FIA établis dans un Etat membre de l'Union européenne ou dans un pays tiers auprès de clients professionnels, avec ou sans passeport, une notification à l'Autorité</p>

des marchés financiers pour chaque FIA qu'il ou qu'elle a l'intention de commercialiser. Les conditions de cette commercialisation sont fixées par décret. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les modalités de notification.

Toute société de gestion de portefeuille française qui commercialise en France, auprès de clients professionnels, des parts ou actions de FIA établis dans un Etat membre de l'Union européenne peut retirer le dossier de notification transmis à l'Autorité des marchés financiers en application de l'alinéa précédent. Les conditions de ce retrait sont fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

II. – Lorsque la commercialisation auprès de clients professionnels concerne un FIA nourricier au sens du IV de l'article L. 214-24, établi dans un Etat membre de l'Union européenne et géré par une société de gestion de portefeuille, cette commercialisation est soumise à la condition que le FIA maître au sens du IV de l'article L. 214-24 soit également un FIA établi dans un Etat membre de l'Union européenne, géré par une société de gestion agréée établie dans un Etat membre de l'Union européenne.

Une société de gestion de portefeuille française peut, dans les conditions définies par décret, commercialiser en France, auprès de clients professionnels, avec ou sans passeport, des parts ou des actions de FIA de pays tiers ou FIA nourriciers au sens

des marchés financiers pour chaque FIA qu'il ou qu'elle a l'intention de commercialiser. Les conditions de cette commercialisation sont fixées par décret. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les modalités de notification.

Toute société de gestion de portefeuille française qui commercialise en France, auprès de clients professionnels, des parts ou actions de FIA établis dans un Etat membre de l'Union européenne peut retirer le dossier de notification transmis à l'Autorité des marchés financiers en application de l'alinéa précédent. Les conditions de ce retrait sont fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

II. – Lorsque la commercialisation auprès de clients professionnels concerne un FIA nourricier au sens du IV de l'article L. 214-24, établi dans un Etat membre de l'Union européenne et géré par une société de gestion de portefeuille, cette commercialisation est soumise à la condition que le FIA maître au sens du IV de l'article L. 214-24 soit également un FIA établi dans un Etat membre de l'Union européenne, géré par une société de gestion agréée établie dans un Etat membre de l'Union européenne.

Une société de gestion de portefeuille française peut, dans les conditions définies par décret, commercialiser en France, auprès de clients professionnels, avec ou sans passeport, des parts ou des actions de FIA de pays tiers ou FIA nourriciers au sens

<p>du IV de l'article L. 214-24 établis dans un Etat membre de l'Union européenne, qui ne remplissent pas les exigences mentionnées au premier alinéa du II.</p> <p>III. – Toute société de gestion de portefeuille française, toute société de gestion agréée établie dans un Etat membre de l'Union européenne, ou tout gestionnaire établi dans un pays tiers, peut commercialiser en France, auprès de clients non professionnels, des parts ou actions de FIA qu'elle ou il gère établis dans un Etat membre de l'Union européenne ou dans un pays tiers dans les conditions définies par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.</p>	<p>du IV de l'article L. 214-24 établis dans un Etat membre de l'Union européenne, qui ne remplissent pas les exigences mentionnées au premier alinéa du II.</p> <p>III. – Toute société de gestion de portefeuille française, toute société de gestion agréée établie dans un Etat membre de l'Union européenne, ou tout gestionnaire établi dans un pays tiers, peut commercialiser en France, auprès de clients non professionnels, des parts ou actions de FIA qu'elle ou il gère établis dans un Etat membre de l'Union européenne ou dans un pays tiers dans les conditions définies par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.</p> <p>IV. – L'Autorité des marchés financiers définit les conditions dans lesquelles les parts ou actions d'un FIA géré par une société de gestion agréée établie dans un autre État membre de l'Union européenne peuvent être commercialisés à des clients non professionnels en France en l'absence d'instrument d'échange et d'assistance mutuelle conclu avec ce dernier État.</p>
---	---

Section 2 : L'innovation financière au service du financement des jeunes entreprises innovantes

Disposition en vigueur	Disposition modifiée
Code de commerce	

<p>Article L227-2-1</p> <p>I. – Par dérogation aux articles L. 227-1 et L. 227-9, lorsqu'une société par actions simplifiée procède à une offre mentionnée au 2° de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier portant sur ses titres de capital :</p> <p>1° (Abrogé) ;</p> <p>2° Les articles L. 225-96 à L. 225-98 sont applicables ;</p> <p>3° Le troisième alinéa de l'article L. 225-105 est applicable ;</p> <p>4° La convocation des associés est faite dans les formes et délais fixés par décret en Conseil d'Etat. Toute assemblée irrégulièrement convoquée peut être annulée. Toutefois, l'action en nullité n'est pas recevable lorsque tous les actionnaires étaient présents ou représentés.</p> <p>II. – Lorsque la société qui procède à l'offre a pour objet de détenir et de gérer des participations dans une autre société, les dispositions du I sont également applicables à la société dans laquelle elle détient des participations.</p>	<p style="text-align: center; color: red; font-weight: bold;">Abrogé</p>
<p>Code monétaire et financier</p>	
<p>Article L.511-6</p> <p>(...)</p> <p>7. A toute personne physique ou morale qui octroie des prêts à des fins de financement participatif en ayant recours au service d'un prestataire de services de financement participatif au sens du</p>	<p>Article L.511-6</p> <p>(...)</p> <p>7. A toute personne physique ou morale qui octroie des prêts à des fins de financement participatif en ayant recours au service d'un prestataire de services de financement participatif au sens du</p>

<p>règlement (UE) 2020/1503 ou conformément aux dispositions de l'article L. 548-1 et dans la limite d'un prêt par projet. Le taux conventionnel applicable aux crédits onéreux est de nature fixe et ne dépasse pas le taux mentionné à l'article L. 314-6 du code de la consommation sous réserve des dispositions de l'article L. 314-9 du même code ;</p> <p>(...)</p>	<p>règlement (UE) 2020/1503 ou conformément aux dispositions de l'article L. 548-1 et dans la limite d'un prêt par projet. Le taux conventionnel applicable aux crédits onéreux est de nature fixe et ne dépasse pas le taux mentionné à l'article L. 314-6 du code de la consommation sous réserve des dispositions de l'article L. 314-9 du même code ;</p> <p>(...)</p>
<p>Article L548-1</p> <p>L'intermédiation en financement participatif consiste à mettre en relation, au moyen d'un site internet, les porteurs d'un projet déterminé et les personnes finançant ce projet dans les conditions suivantes :</p> <p>1° Les personnes morales, et lorsqu'elles agissent à des fins professionnelles, les personnes physiques à la recherche de financement pour des activités autres que celles régies par le règlement (UE) 2020/1503 du 7 octobre 2020 peuvent obtenir les crédits mentionnés au 7 de l'article L. 511-6, des prêts à titre gratuit et des dons ;</p> <p>2° Les personnes physiques souhaitant financer une formation initiale ou continue peuvent obtenir les crédits mentionnés au 7 de l'article L. 511-6, des prêts à titre gratuit sous réserve que les prêteurs n'agissent pas dans un cadre professionnel ou commercial, et des dons ;</p> <p>3° Les personnes physiques n'agissant pas à des fins professionnelles peuvent obtenir des prêts à titre gratuit, sous réserve que les</p>	<p>Article L548-1</p> <p>L'intermédiation en financement participatif consiste à mettre en relation, au moyen d'un site internet, les porteurs d'un projet déterminé et les personnes finançant ce projet dans les conditions suivantes :</p> <p>1° Les personnes morales, et lorsqu'elles agissent à des fins professionnelles, les personnes physiques à la recherche de financement pour des activités autres que celles régies par le règlement (UE) 2020/1503 du 7 octobre 2020 peuvent obtenir les crédits mentionnés au 7 de l'article L. 511-6, des prêts à titre gratuit, des dons ou des contreparties monétaires pour l'achat d'un ou plusieurs produits ou services commercialisés à travers un site internet ;</p> <p>2° Les personnes physiques souhaitant financer une formation initiale ou continue peuvent obtenir les crédits mentionnés au 7 de l'article L. 511-6, des prêts à titre gratuit sous réserve que les prêteurs n'agissent pas dans un cadre professionnel ou commercial, et des dons ;</p>

prêteurs n'agissent pas dans un cadre professionnel ou commercial, et des dons. Au sens du présent chapitre, un projet consiste en une opération prédéfinie ou en un ensemble d'opérations prédéfinies, un évènement ou le soutien d'une cause pour lequel un porteur de projet cherche un financement total ou partiel. Le cas échéant, le porteur de projet peut se prévaloir de la conformité de cette opération ou de cet ensemble d'opérations à la raison d'être déclarée par la société au sens de l'article 1835 du code civil.

Les organismes mentionnés au 5 de l'article L. 511-6 ne peuvent être bénéficiaires que de prêts à titre gratuit dans les conditions prévues à ce même article, et de dons.

Un décret fixe les plafonds respectifs du crédit onéreux et du prêt à titre gratuit, consentis par prêteur, ainsi que le montant total et la durée maximale du prêt qui peut être souscrit par chaque porteur de projet.

Le cumul des encours de prêts souscrits sous forme de financement participatif au sens du présent chapitre ne peut excéder pour un même projet le plafond du montant total du prêt consenti mentionné à l'alinéa précédent.

L'intermédiaire en financement participatif recueille auprès du porteur de projet tout élément permettant de s'assurer que ce dernier remplit cette condition. Toute information fournie par le porteur de projet erronée ou susceptible d'induire l'intermédiaire en financement participatif en erreur engage la responsabilité du porteur de projet.

3° Les personnes physiques n'agissant pas à des fins professionnelles peuvent obtenir des prêts à titre gratuit, sous réserve que les prêteurs n'agissent pas dans un cadre professionnel ou commercial, **des dons ou des contreparties monétaires pour l'achat d'un ou plusieurs produits ou services commercialisés à travers un site internet.**

Au sens du présent chapitre, un projet consiste en une opération prédéfinie ou en un ensemble d'opérations prédéfinies, un évènement ou le soutien d'une cause pour lequel un porteur de projet cherche un financement total ou partiel. Le cas échéant, le porteur de projet peut se prévaloir de la conformité de cette opération ou de cet ensemble d'opérations à la raison d'être déclarée par la société au sens de l'article 1835 du code civil.

Les organismes mentionnés au 5 de l'article L. 511-6 ne peuvent être bénéficiaires que de prêts à titre gratuit dans les conditions prévues à ce même article, **de dons ou de contreparties monétaires pour l'achat d'un ou plusieurs produits ou services commercialisés à travers un site internet.**

Un décret fixe les plafonds respectifs du crédit onéreux et du prêt à titre gratuit, consentis par prêteur, ainsi que le montant total et la durée maximale du prêt qui peut être souscrit par chaque porteur de projet.

Le cumul des encours de prêts souscrits sous forme de financement participatif au sens du présent chapitre ne peut excéder pour un même projet le plafond du montant

	<p>total du prêt consenti mentionné à l'alinéa précédent.</p> <p>L'intermédiaire en financement participatif recueille auprès du porteur de projet tout élément permettant de s'assurer que ce dernier remplit cette condition. Toute information fournie par le porteur de projet erronée ou susceptible d'induire l'intermédiaire en financement participatif en erreur engage la responsabilité du porteur de projet.</p>
<p>Article L.548-6</p> <p>Les intermédiaires en financement participatif doivent se comporter d'une manière honnête, équitable, transparente et professionnelle en tenant compte des droits et des intérêts de leurs clients, y compris de leurs clients potentiels.</p> <p>A cette fin, ils prennent et documentent toutes les mesures raisonnables visant à détecter et empêcher les risques de conflits d'intérêts pouvant se poser dans le cadre de leur activité.</p> <p>Les intermédiaires en financement participatif respectent des règles de bonne conduite et d'organisation qui tiennent compte de la nature des opérations qu'ils effectuent.</p> <p>Sans préjudice des exigences en matière de lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme, lorsqu'ils présentent des offres de financement, par prêts ou par dons, prenant la forme d'une collecte ouverte au public, les</p>	<p>Article L.548-6</p> <p>Les intermédiaires en financement participatif doivent se comporter d'une manière honnête, équitable, transparente et professionnelle en tenant compte des droits et des intérêts de leurs clients, y compris de leurs clients potentiels.</p> <p>A cette fin, ils prennent et documentent toutes les mesures raisonnables visant à détecter et empêcher les risques de conflits d'intérêts pouvant se poser dans le cadre de leur activité.</p> <p>Les intermédiaires en financement participatif respectent des règles de bonne conduite et d'organisation qui tiennent compte de la nature des opérations qu'ils effectuent.</p> <p>Sans préjudice des exigences en matière de lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme, lorsqu'ils présentent des offres de financement, par prêts ou par dons ou par vente de biens ou services, prenant la forme d'une collecte</p>

<p>intermédiaires en financement participatif doivent veiller à ce que le projet présenté soit prédéfini en termes d'objet, de montant cible de financement, de calendrier, de description chiffrée de l'utilisation prévue des fonds levés et de résultat attendu.</p> <p>Les intermédiaires en financement participatif doivent :</p> <p>1° Fournir au public, de manière lisible et compréhensible, toute information permettant d'être identifié et contacté ;</p> <p>2° Informer le public des conditions de sélection des projets et des porteurs de projet ;</p> <p>3° Publier un rapport annuel d'activité ;</p> <p>4° Fournir aux prêteurs ou donateurs les informations concernant les caractéristiques du projet et, le cas échéant, du prêt concerné s'agissant en particulier du taux d'intérêt applicable, du montant total du crédit, de la durée du prêt, de ses modalités et conditions de remboursement ainsi que de l'existence ou non d'une faculté de rétractation du prêteur ;</p> <p>(...)</p> <p>7° Fournir aux porteurs de projet et aux prêteurs ou donateurs les informations concernant la rémunération de l'intermédiaire en financement participatif ainsi que l'ensemble des frais exigés ;</p> <p>8° Fournir aux porteurs de projet et aux prêteurs ou, le cas échéant, aux donateurs, un contrat type permettant de formaliser les conditions du financement dont les modalités de présentation et les mentions obligatoires sont fixées par décret en Conseil d'Etat ;</p>	<p>ouverte au public, les intermédiaires en financement participatif doivent veiller à ce que le projet présenté soit prédéfini en termes d'objet, de montant cible de financement, de calendrier, de description chiffrée de l'utilisation prévue des fonds levés et de résultat attendu.</p> <p>Les intermédiaires en financement participatif doivent :</p> <p>1° Fournir au public, de manière lisible et compréhensible, toute information permettant d'être identifié et contacté ;</p> <p>2° Informer le public des conditions de sélection des projets et des porteurs de projet ;</p> <p>3° Publier un rapport annuel d'activité ;</p> <p>4° Fournir aux prêteurs ou donateurs ou aux vendeurs les informations concernant les caractéristiques du projet et, le cas échéant, du prêt concerné s'agissant en particulier du taux d'intérêt applicable, du montant total du crédit, de la durée du prêt, de ses modalités et conditions de remboursement ainsi que de l'existence ou non d'une faculté de rétractation du prêteur ;</p> <p>(...)</p> <p>7° Fournir aux porteurs de projet et aux prêteurs, aux donateurs ou aux vendeurs les informations concernant la rémunération de l'intermédiaire en financement participatif ainsi que l'ensemble des frais exigés ;</p> <p>8° Fournir aux porteurs de projet et aux prêteurs, donateurs ou le cas échéant aux vendeurs un contrat type permettant de formaliser les conditions du financement dont les modalités de présentation et les</p>
--	--

(...)	mentions obligatoires sont fixées par décret en Conseil d'Etat ; (...)
-------	---

Section 3 : Le droit des sûretés au service du financement des jeunes entreprises innovantes

Disposition en vigueur	Disposition modifiée
Code de la propriété intellectuelle	
<p>Article L132-34 Sans préjudice des dispositions de la loi du 17 mars 1909 relative à la vente et au nantissement des fonds de commerce, le droit d'exploitation de l'auteur d'un logiciel défini à l'article L. 122-6 peut faire l'objet d'un nantissement dans les conditions suivantes :</p> <p>Le contrat de nantissement est, à peine de nullité, constaté par un écrit.</p> <p>Le nantissement est inscrit, à peine d'inopposabilité, sur un registre spécial tenu par l'Institut national de la propriété industrielle. L'inscription indique précisément l'assiette de la sûreté et notamment les codes source et les documents de fonctionnement.</p> <p>Le rang des inscriptions est déterminé par l'ordre dans lequel elles sont requises.</p> <p>Les inscriptions de nantissement sont, sauf renouvellement préalable, périmées à l'expiration d'une durée de cinq ans.</p>	<p>Article L132-34 Sans préjudice des dispositions de la loi du 17 mars 1909 relative à la vente et au nantissement des fonds de commerce, le droit d'exploitation de l'auteur d'un logiciel défini à l'article L. 122-6 peut faire l'objet d'un nantissement dans les conditions suivantes :</p> <p>Le contrat de nantissement est, à peine de nullité, constaté par un écrit.</p> <p>Le nantissement est inscrit, à peine d'inopposabilité, sur un registre spécial tenu par l'Institut national de la propriété industrielle. L'inscription indique l'assiette de la sûreté et notamment les codes source, si disponibles, et les documents de fonctionnement. En présence d'un logiciel en cours de développement, les informations relatives au code source peuvent être complétées ultérieurement.</p> <p>Le rang des inscriptions est déterminé par l'ordre dans lequel elles sont requises.</p>

<p>Un décret en Conseil d'Etat fixera les conditions d'application du présent article.</p>	<p>Les inscriptions de nantissement sont, sauf renouvellement préalable, périmées à l'expiration d'une durée de cinq ans.</p> <p>Un décret en Conseil d'Etat fixera les conditions d'application du présent article.</p> <p>Après la réalisation de l'inscription prévue dans le présent article, le créancier nanti bénéficie d'un droit de rétention sur la créance donnée en nantissement et a seul le droit à son paiement tant en capital qu'en intérêts.</p>
--	---

Section 4 : Le droit des marchés financiers du financement des jeunes entreprises innovantes

Disposition en vigueur	Disposition modifiée
<p>Code de commerce</p>	
<p>Article L227-2 La société par actions simplifiée ne peut procéder à une offre au public de titres financiers ou à l'admission aux négociations sur un marché réglementé de ses actions. Elle peut néanmoins procéder aux offres mentionnées :</p> <p>1° Au point i du paragraphe 4 de l'article 1er du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017 ;</p> <p>2° A l'article L. 411-2 du code monétaire et financier ;</p>	<p>Article L227-2 La société par actions simplifiée peut procéder à une offre au public de titres financiers si celle-ci est suivie par une admission à la négociation sur un système multilatéral de négociation ayant le statut de marché de croissance des petites et moyennes entreprises défini à l'article L.424-6 et suivants du Code monétaire et financier. La société par actions simplifiée peut également procéder aux offres mentionnées :</p> <p>1° Au point i du paragraphe 4 de l'article 1er du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017 ;</p>

<p>3° Aux 2° et 3° de l'article L. 411-2-1 du même code.</p>	<p>2° A l'article L. 411-2 du code monétaire et financier ;</p> <p>3° Aux 2° et 3° de l'article L. 411-2-1 du même code.</p>
<p>Code monétaire et financier</p>	
<p>-</p>	<p>Article L424-9 Le gestionnaire du système impose des obligations informationnelles et de publication adaptées à la taille des émetteurs dont les valeurs sont admises à la négociation sur sa plateforme.</p>

**ANNEXE 4 : TABLEAU COMPARATIF RELATIF AUX
DISPOSITIONS REGLEMENT DU PARLEMENT EUROPEEN ET DU**

CONSEIL MODIFIANT LES REGLEMENTS (UE) 2020/1503 ET (UE) 2023/1114 (TEXTE PRESENTANT DE L'INTERET POUR L'EEE)

Article 1 (propositions législatives modifiant le règlement (UE) 2020/1503)

Disposition en vigueur	Disposition modifiée
<p>Article 5</p> <p>Obligations liées au devoir de diligence</p> <p>1. Un prestataire de services de financement participatif fait preuve d'un niveau minimal de diligence raisonnable à l'égard des porteurs de projets qui proposent leurs projets à financer par le biais de la plate-forme de financement participatif.</p> <p>2. Le niveau minimal de diligence raisonnable visé au paragraphe 1 comprend l'obtention de l'ensemble des preuves suivantes:</p> <p>a) que le porteur de projet a un casier judiciaire vierge au regard des infractions aux règles nationales dans les domaines du droit commercial, du droit de l'insolvabilité, du droit régissant les services financiers, du droit régissant la lutte contre le blanchiment et la lutte contre la fraude ou des obligations liées à la responsabilité professionnelle;</p> <p>b) que le porteur de projet n'est pas établi dans un pays ou territoire non coopératif reconnu comme tel par la politique de l'Union en la matière ou dans un pays tiers à haut risque au sens de l'article 9,</p>	<p>Article 5</p> <p>Obligations liées au devoir de diligence</p> <p>1. Un prestataire de services de financement participatif fait preuve d'un niveau minimal de diligence raisonnable à l'égard des porteurs de projets qui proposent leurs projets à financer par le biais de la plate-forme de financement participatif.</p> <p>2. Le niveau minimal de diligence raisonnable visé au paragraphe 1 comprend l'obtention de l'ensemble des preuves suivantes:</p> <p>a) que le porteur de projet a un casier judiciaire vierge au regard des infractions aux règles nationales dans les domaines du droit commercial, du droit de l'insolvabilité, du droit régissant les services financiers, du droit régissant la lutte contre le blanchiment et la lutte contre la fraude ou des obligations liées à la responsabilité professionnelle;</p> <p>b) que le porteur de projet n'est pas établi dans un pays ou territoire non coopératif reconnu comme tel par la politique de l'Union en la matière ou dans un pays tiers à haut risque au sens de l'article 9,</p>

<p>paragraphe 2, de la directive (UE) 2015/849.</p>	<p>paragraphe 2, de la directive (UE) 2015/849.</p> <p>c) avant d'accepter de financer un projet par le biais de la plateforme de financement participatif celle-ci conduit une analyse approfondie de l'activité du porteur de projet tenant compte de la compétence et l'expérience des dirigeants, de la viabilité du modèle d'affaire de la société exploitée par les dirigeants et le cas échéant de la réputation du porteur de projet.</p>
<p>Article 19 Information des clients</p> <p>1. Toutes les informations, y compris les communications publicitaires visées à l'article 27, fournies à des clients par des prestataires de services de financement participatif sur eux-mêmes, sur les coûts, risques financiers et charges liés à des services ou investissements de financement participatif, sur les critères de sélection des projets de financement participatif, et sur la nature de leurs services de financement participatif et les risques qui y sont associés, doivent être correctes, claires et non trompeuses.</p> <p>2. Les prestataires de services de financement participatif informent leurs clients que leurs services de financement participatif ne sont pas couverts par le système de garantie des dépôts établi conformément à la directive 2014/49/UE et que les valeurs mobilières ou les</p>	<p>Article 19 Information des clients</p> <p>1. Les prestataires de services de financement participatif mettent à la disposition de leurs clients les coûts, risques financiers et charges liés à des services ou investissements de financement participatif, sur les critères de sélection des projets de financement participatif et sur la nature de leurs services de financement participatif et les risques qui y sont associés. Toutes les informations, y compris les communications publicitaires visées à l'article 27, doivent être correctes, claires et non trompeuses.</p> <p>2. Les prestataires de services de financement participatif informent leurs clients que leurs services de financement participatif ne sont pas couverts par le système de garantie des dépôts établi conformément à la directive 2014/49/UE et que les valeurs mobilières ou les</p>

<p>instruments admis à des fins de financement participatif acquis par le biais de leur plateforme de financement participatif ne sont pas couverts par le système d'indemnisation des investisseurs établi conformément à la directive 97/9/CE.</p> <p>3. Les prestataires de services de financement participatif informent leurs clients du délai de réflexion prévu pour les investisseurs non avertis conformément à l'article 22. Lorsqu'une offre de financement participatif est faite, le prestataire de services de financement participatif fournit cette information dans un endroit bien visible du support de l'offre, y compris sur toute application mobile et page internet sur laquelle cette offre apparaît.</p> <p>4. Toutes les informations qui doivent être fournies conformément au paragraphe 1 sont communiquées aux clients chaque fois que cela s'avère approprié, et au moins avant qu'ils ne s'engagent dans une opération de financement participatif.</p> <p>5. Les informations visées aux paragraphes 1, 2 et 6 sont mises à la disposition de tous les clients, de manière non discriminatoire, dans une section clairement identifiée et aisément accessible du site internet de la plate-forme de financement participatif.</p> <p>6. Si les prestataires de services de financement participatif attribuent des</p>	<p>instruments admis à des fins de financement participatif acquis par le biais de leur plateforme de financement participatif ne sont pas couverts par le système d'indemnisation des investisseurs établi conformément à la directive 97/9/CE.</p> <p>3. Les prestataires de services de financement participatif informent leurs clients du délai de réflexion prévu pour les investisseurs non avertis conformément à l'article 22. Lorsqu'une offre de financement participatif est faite, le prestataire de services de financement participatif fournit cette information dans un endroit bien visible du support de l'offre, y compris sur toute application mobile et page internet sur laquelle cette offre apparaît.</p> <p>4. Toutes les informations qui doivent être fournies conformément au paragraphe 1 sont communiquées aux clients chaque fois que cela s'avère approprié, et en tout état de cause avant qu'ils ne s'engagent dans une opération de financement participatif.</p> <p>5. Les informations visées aux paragraphes 1, 2 et 6 sont mises à la disposition de tous les clients, de manière non discriminatoire, dans une section clairement identifiée et aisément accessible du site internet de la plate-forme de financement participatif.</p> <p>6. Si les prestataires de services de financement participatif attribuent des</p>
---	--

scores de crédit à des projets de financement participatif ou proposent une tarification pour les offres de financement participatif faites sur leur plate-forme de financement participatif, ils fournissent une description de la méthode utilisée pour calculer ces scores ou ces prix. Si le calcul se fonde sur des comptes non vérifiés, cela doit être clairement indiqué dans la description de la méthode.

7. L'ABE élabore, en étroite coopération avec l'AEMF, des projets de normes techniques de réglementation pour préciser:

- a) les éléments, y compris le format, qui doivent être inclus dans la description de la méthode visée au paragraphe 6;
- b) les informations et les facteurs que les prestataires de services de financement participatif doivent prendre en considération lorsqu'ils procèdent à une évaluation du risque de crédit visée à l'article 4, paragraphe 4, points a) et b), et effectuent une évaluation d'un prêt visée à l'article 4, paragraphe 4, point e);
- c) les facteurs qu'un prestataire de services de financement participatif doit prendre en compte pour garantir que le prix d'un prêt qu'il facilite est correct et approprié au sens de l'article 4, paragraphe 4, point d);
- d) le contenu minimal et la gouvernance des politiques et procédures requises au titre du présent article et du cadre de gestion des risques visé à l'article 4, paragraphe 4, point f).

scores de crédit à des projets de financement participatif ou proposent une tarification pour les offres de financement participatif faites sur leur plate-forme de financement participatif, ils fournissent une description de la méthode utilisée pour calculer ces scores ou ces prix. Si le calcul se fonde sur des comptes non vérifiés, cela doit être clairement indiqué dans la description de la méthode.

7. Les prestataires de services de financement participatif mettent en place des canaux de communication en ligne à disposition de leurs clients afin que ces derniers puissent aisément demander la communication des documents relatifs aux porteurs de projet.

8. Les prestataires de services de financement participatif assurent le suivi de l'opération de financement et sont responsables du bon déroulement de celle-ci sur le plan opérationnel. Les prestataires de services de financement participatif ne sont toutefois pas responsables de l'échec éventuel de l'opération de la levée de fonds.

9. Les prestataires de services de financement participatif informent leurs clients ayant décidé d'investir dans un projet de la possibilité d'obtenir des informations sur le projet après le déroulement de la levée de fonds. Cette information est communiquée aux clients avant la réalisation de l'investissement. Dans la mesure où les prestataires de

L'ABE soumet ces projets de normes techniques de réglementation à la Commission au plus tard le 10 mai 2022.

La Commission est habilitée à compléter le présent règlement en adoptant les normes techniques de réglementation visées au premier alinéa du présent paragraphe conformément aux articles 10 à 14 du règlement (UE) no 1093/2010.

services de financement participatif disposent des informations qui ont une incidence sur les droits des investisseurs, ils sont tenus d'en informer ces derniers même après le déroulement de l'opération de financement.

10. L'ABE élabore, en étroite coopération avec l'AEMF, des projets de normes techniques de réglementation pour préciser:

- a) les éléments, y compris le format, qui doivent être inclus dans la description de la méthode visée au paragraphe 6;
- b) les informations et les facteurs que les prestataires de services de financement participatif doivent prendre en considération lorsqu'ils procèdent à une évaluation du risque de crédit visée à l'article 4, paragraphe 4, points a) et b), et effectuent une évaluation d'un prêt visée à l'article 4, paragraphe 4, point e);
- c) les facteurs qu'un prestataire de services de financement participatif doit prendre en compte pour garantir que le prix d'un prêt qu'il facilite est correct et approprié au sens de l'article 4, paragraphe 4, point d);
- d) le contenu minimal et la gouvernance des politiques et procédures requises au titre du présent article et du cadre de gestion des risques visé à l'article 4, paragraphe 4, point f).

L'ABE soumet ces projets de normes techniques de réglementation à la Commission au plus tard le 10 mai 2022.

La Commission est habilitée à compléter le présent règlement en adoptant les normes techniques de réglementation visées au

	premier alinéa du présent paragraphe conformément aux articles 10 à 14 du règlement (UE) no 1093/2010. »
--	--

Article 2 (propositions législatives modifiant le règlement (UE) 2020/1503 règlement (UE) 2023/1114)

Disposition en vigueur	Disposition modifiée
<p>Article 3</p> <p>Définitions</p> <p>(...)</p> <p>15) « prestataire de services sur crypto-actifs»: une personne morale ou une autre entreprise dont l’occupation ou l’activité consiste à fournir un ou plusieurs services sur crypto-actifs à des clients à titre professionnel, et qui est autorisée à fournir des services sur crypto-actifs conformément à l’article 59;</p> <p>(...)</p>	<p>Article 3</p> <p>Définitions</p> <p>(...)</p> <p>15) « une personne morale ou une autre entreprise dont l’occupation ou l’activité consiste à fournir un ou plusieurs services sur crypto-actifs à des clients à titre professionnel et qui est autorisée à fournir des services sur crypto-actifs conformément à l’article 59. Toute personne morale fournissant des services sur crypto-actifs, de façon partiellement ou totalement décentralisée, est considérée comme un prestataire de service sur crypto-actifs au sens du présent article;</p> <p>(...)</p>
<p>Article 8</p> <p>Notification du livre blanc sur les crypto-actifs et des communications commerciales</p> <p>1. Les offreurs, les personnes qui demandent l’admission à la négociation ou les exploitants de plate-formes de négociation de crypto-actifs autres que des</p>	<p>Article 8</p> <p>Notification du livre blanc sur les crypto-actifs et des communications commerciales</p> <p>1. Les offreurs, les personnes qui demandent l’admission à la négociation ou les exploitants de plate-formes de négociation de crypto-actifs autres que des jetons se référant à un ou des actifs ou des</p>

jetons se référant à un ou des actifs ou des jetons de monnaie électronique notifient leur livre blanc sur les crypto-actifs à l'autorité compétente de leur État membre d'origine.

2. Les communications commerciales sont, sur demande, notifiées à l'autorité compétente de l'État membre d'origine et à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil lorsqu'elles sont destinées à des détenteurs potentiels de crypto-actifs autres que des jetons se référant à un ou des actifs ou des jetons de monnaie électronique dans ces États membres.

3. Les autorités compétentes n'exigent pas l'approbation préalable des livres blancs sur les crypto-actifs ni celle des communications commerciales y afférentes avant leur publication respective.

4. La notification du livre blanc sur les crypto-actifs visée au paragraphe 1 est accompagnée d'une explication des raisons pour lesquelles le crypto-actif décrit dans le livre blanc sur les crypto-actifs ne devrait pas être considéré comme:

- a) un crypto-actif exclu du champ d'application du présent règlement en vertu de l'article 2, paragraphe 4;
- b) un jeton de monnaie électronique; ou
- c) un jeton se référant à un ou des actifs.

5. Les éléments visés aux paragraphes 1 et 4 sont notifiés à l'autorité compétente de l'État membre d'origine au moins 20 jours

jetons de monnaie électronique notifient leur livre blanc sur les crypto-actifs à l'autorité compétente de leur État membre d'origine.

2. Les communications commerciales sont, sur demande, notifiées à l'autorité compétente de l'État membre d'origine et à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil lorsqu'elles sont destinées à des détenteurs potentiels de crypto-actifs autres que des jetons se référant à un ou des actifs ou des jetons de monnaie électronique dans ces États membres.

3. Les autorités compétentes des États membres vérifient la clarté et la cohérence des informations contenues au sein des livres blancs et approuvent ces derniers. L'autorité transmet par voie électronique ses questions à l'offreur ou à la personne demandant l'admission à la négociation 20 jours ouvrables après la réception du livre-blanc.

4. La notification du livre blanc sur les crypto-actifs visée au paragraphe 1 est accompagnée d'une explication des raisons pour lesquelles le crypto-actif décrit dans le livre blanc sur les crypto-actifs ne devrait pas être considéré comme:

- a) un crypto-actif exclu du champ d'application du présent règlement en vertu de l'article 2, paragraphe 4;
- b) un jeton de monnaie électronique; ou
- c) un jeton se référant à un ou des actifs.

5. Les éléments visés aux paragraphes 1 et 4 sont notifiés à l'autorité compétente de l'État membre d'origine au moins

ouvrables avant la date de publication du livre blanc sur les crypto-actifs.

6. Les offreurs et les personnes qui demandent l'admission à la négociation de crypto-actifs autres que des jetons se référant à un ou des actifs ou des jetons de monnaie électronique fournissent à l'autorité compétente de leur État membre d'origine, en même temps que la notification visée au paragraphe 1, une liste des États membres d'accueil, le cas échéant, dans lesquels ils ont l'intention d'offrir leurs crypto-actifs au public ou de demander l'admission à la négociation. Ils informent également l'autorité compétente de leur État membre d'origine de la date de début de l'offre au public envisagée ou de l'admission à la négociation envisagée et de toute modification apportée à cette date.

L'autorité compétente de l'État membre d'origine notifie au point de contact unique des États membres d'accueil l'offre au public prévue ou l'admission à la négociation envisagée et communique à ce point de contact unique le livre blanc sur les crypto-actifs correspondant dans un délai de cinq jours ouvrables à compter de la réception de la liste des États membres d'accueil visée au premier alinéa.

7. L'autorité compétente de l'État membre d'origine communique à l'AEMF les informations visées aux paragraphes 1, 2 et 4, ainsi que la date de début de l'offre au public prévue ou de l'admission à la négociation envisagée et de toute

40 jours ouvrables avant la date de publication du livre blanc sur les crypto-actifs.

6. Les offreurs et les personnes qui demandent l'admission à la négociation de crypto-actifs autres que des jetons se référant à un ou des actifs ou des jetons de monnaie électronique fournissent à l'autorité compétente de leur État membre d'origine, en même temps que la notification visée au paragraphe 1, une liste des États membres d'accueil, le cas échéant, dans lesquels ils ont l'intention d'offrir leurs crypto-actifs au public ou de demander l'admission à la négociation. Ils informent également l'autorité compétente de leur État membre d'origine de la date de début de l'offre au public envisagée ou de l'admission à la négociation envisagée et de toute modification apportée à cette date.

L'autorité compétente de l'État membre d'origine notifie au point de contact unique des États membres d'accueil l'offre au public prévue ou l'admission à la négociation envisagée et communique à ce point de contact unique le livre blanc sur les crypto-actifs correspondant dans un délai de cinq jours ouvrables à compter de la réception de la liste des États membres d'accueil visée au premier alinéa.

7. L'autorité compétente de l'État membre d'origine communique à l'AEMF les informations visées aux paragraphes 1, 2 et 4, ainsi que la date de début de l'offre au public prévue ou de l'admission à la négociation envisagée et de toute modification apportée à cette date. Elle

<p>modification apportée à cette date. Elle communique ces informations dans un délai de cinq jours ouvrables à compter de leur réception de la part de l’offreur ou de la personne qui demande l’admission à la négociation.</p> <p>L’AEMF met le livre blanc sur les crypto-actifs à disposition dans le registre, au titre de l’article 109, paragraphe 2, au plus tard à la date de début de l’offre au public ou de l’admission à la négociation.</p>	<p>communique ces informations dans un délai de cinq jours ouvrables à compter de leur réception de la part de l’offreur ou de la personne qui demande l’admission à la négociation.</p> <p>L’AEMF met le livre blanc sur les crypto-actifs à disposition dans le registre, au titre de l’article 109, paragraphe 2, au plus tard à la date de début de l’offre au public ou de l’admission à la négociation.</p>
<p>Article 78</p> <p>Exécution d’ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients</p> <p>1. Les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients prennent toutes les mesures nécessaires pour obtenir, lorsqu’ils exécutent des ordres, le meilleur résultat possible pour leurs clients, compte tenu des facteurs que sont le prix, les coûts, la rapidité, la probabilité de l’exécution et du règlement, le montant de l’ordre, sa nature, les conditions de conservation des crypto-actifs ou toute autre considération pertinente pour l’exécution de l’ordre.</p> <p>Nonobstant le premier alinéa, les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients ne sont pas tenus de prendre les mesures nécessaires visées au premier alinéa lorsqu’ils exécutent des ordres sur crypto-actifs à la suite d’instructions spécifiques données par des clients.</p>	<p>Article 78</p> <p>Exécution d’ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients</p> <p>1. Les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients prennent toutes les mesures nécessaires pour obtenir, lorsqu’ils exécutent des ordres, le meilleur résultat possible pour leurs clients, compte tenu des facteurs que sont le prix, les coûts, la rapidité, la probabilité de l’exécution et du règlement, le montant de l’ordre, sa nature, les conditions de conservation des crypto-actifs ou toute autre considération pertinente pour l’exécution de l’ordre.</p> <p>Nonobstant le premier alinéa, les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients ne sont pas tenus de prendre les mesures nécessaires visées au premier alinéa lorsqu’ils exécutent des ordres sur crypto-actifs à la suite d’instructions spécifiques données par des clients.</p>

2. Afin de se conformer au paragraphe 1, les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients établissent et mettent en œuvre des mécanismes d'exécution efficaces. En particulier, ils établissent et mettent en œuvre une politique d'exécution des ordres leur permettant de respecter, le paragraphe 1. La politique d'exécution des ordres prévoit, entre autres, l'exécution rapide, équitable et diligente des ordres des clients et empêche l'utilisation abusive, par les salariés du prestataire de services sur crypto-actifs, de toute information relative aux ordres des clients.

3. Les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients fournissent à leurs clients des informations appropriées et claires sur leur politique d'exécution des ordres visée au paragraphe 2 et les informent de toute modification d'importance significative apportée à celle-ci. Ces informations expliquent de manière claire, suffisamment détaillée et facilement compréhensible par les clients la manière dont les ordres des clients doivent être exécutés par les prestataires de services sur crypto-actifs. Les prestataires de services sur crypto-actifs obtiennent le consentement préalable de chaque client sur la politique d'exécution des ordres.

2. Afin de se conformer au paragraphe 1, les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients établissent et mettent en œuvre des mécanismes d'exécution efficaces. En particulier, ils établissent et mettent en œuvre une politique d'exécution des ordres leur permettant de respecter, le paragraphe 1. La politique d'exécution des ordres prévoit, entre autres, l'exécution rapide, équitable et diligente des ordres des clients et empêche l'utilisation abusive, par les salariés du prestataire de services sur crypto-actifs, de toute information relative aux ordres des clients.

3. Les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients fournissent à leurs clients des informations appropriées et claires sur leur politique d'exécution des ordres visée au paragraphe 2 et les informent de toute modification d'importance significative apportée à celle-ci. Ces informations expliquent de manière claire, suffisamment détaillée et facilement compréhensible par les clients la manière dont les ordres des clients doivent être exécutés par les prestataires de services sur crypto-actifs. Les prestataires de services sur crypto-actifs obtiennent le consentement préalable de chaque client sur la politique d'exécution des ordres.

4. Les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de client sont en mesure de démontrer à leurs clients, à la

4. Les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de client sont en mesure de démontrer à leurs clients, à la demande de ceux-ci, qu'ils ont exécuté leurs ordres conformément à leur politique d'exécution des ordres et sont en mesure de démontrer à l'autorité compétente, à la demande de celle-ci, qu'ils respectent le présent article.

5. Lorsque la politique d'exécution des ordres prévoit la possibilité que les ordres de clients puissent être exécutés en dehors d'une plate-forme de négociation, les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients informent leurs clients de cette possibilité et obtiennent l'accord exprès et préalable de leur clients avant de procéder à l'exécution de leurs ordres en dehors d'une plate-forme de négociation, soit sous la forme d'un accord général soit pour des transactions déterminées.

6. Les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients surveillent l'efficacité de leurs dispositions en matière d'exécution des ordres et de leur politique d'exécution des ordres afin de déceler les éventuelles lacunes en la matière et d'y remédier le cas échéant. En particulier, ils évaluent régulièrement si les plates-formes d'exécution prévues dans leur politique d'exécution des ordres permettent d'obtenir le meilleur résultat possible pour les clients

demande de ceux-ci, qu'ils ont exécuté leurs ordres conformément à leur politique d'exécution des ordres et sont en mesure de démontrer à l'autorité compétente, à la demande de celle-ci, qu'ils respectent le présent article.

5. Lorsque la politique d'exécution des ordres prévoit la possibilité que les ordres de clients puissent être exécutés en dehors d'une plate-forme de négociation, les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients informent leurs clients de cette possibilité et obtiennent l'accord exprès et préalable de leur clients avant de procéder à l'exécution de leurs ordres en dehors d'une plate-forme de négociation, soit sous la forme d'un accord général soit pour des transactions déterminées.

6. Les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients surveillent l'efficacité de leurs dispositions en matière d'exécution des ordres et de leur politique d'exécution des ordres afin de déceler les éventuelles lacunes en la matière et d'y remédier le cas échéant. En particulier, ils évaluent régulièrement si les plates-formes d'exécution prévues dans leur politique d'exécution des ordres permettent d'obtenir le meilleur résultat possible pour les clients ou s'ils doivent procéder à des modifications de leurs dispositions en matière d'exécution des ordres. Les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients notifient aux clients

<p>ou s'ils doivent procéder à des modifications de leurs dispositions en matière d'exécution des ordres. Les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients notifient aux clients avec lesquels ils ont une relation suivie toute modification importante de leurs dispositions en matière d'exécution des ordres ou de leur politique d'exécution des ordres.</p>	<p>avec lesquels ils ont une relation suivie toute modification importante de leurs dispositions en matière d'exécution des ordres ou de leur politique d'exécution des ordres.</p> <p>7. Les prestataires de services sur crypto-actifs qui exécutent des ordres sur crypto-actifs pour le compte de leurs clients évaluent si les services sur crypto-actifs ou les crypto-actifs sont appropriés à la situation de leurs clients ou clients potentiels, en prenant en considération les connaissances et l'expérience de ceux-ci en matière d'investissement dans les crypto-actifs.</p>
<p>Article 89 Interdiction des opérations d'initiés</p> <p>1. Aux fins du présent règlement, une opération d'initié est réputée se produire lorsqu'une personne détient une information privilégiée et en fait usage en acquérant ou en cédant, pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers, directement ou indirectement, des crypto-actifs auxquels cette information se rapporte. L'utilisation d'une information privilégiée pour annuler ou pour modifier un ordre concernant un crypto-actif auquel cette information se rapporte, lorsque l'ordre avait été passé avant que la personne concernée ne détienne l'information</p>	<p>Article 89 Interdiction des opérations d'initiés</p> <p>1. Aux fins du présent règlement, une opération d'initié est réputée se produire lorsqu'une personne détient une information privilégiée et en fait usage en acquérant ou en cédant, pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers, directement ou indirectement, des crypto-actifs auxquels cette information se rapporte. L'utilisation d'une information privilégiée pour annuler ou pour modifier un ordre concernant un crypto-actif auquel cette information se rapporte, lorsque l'ordre avait été passé avant que la personne concernée ne détienne l'information</p>

<p>privilégiée, est également réputée être une opération d'initié. L'utilisation d'informations privilégiées comprend également la soumission, la modification ou le retrait d'une offre par une personne pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers.</p> <p>2. Nul ne peut effectuer ou tenter d'effectuer des opérations d'initiés ou utiliser des informations privilégiées sur des crypto-actifs pour acquérir ou céder ces crypto-actifs, directement ou indirectement, pour son compte propre ou pour le compte d'un tiers. Nul ne peut recommander à une autre personne d'effectuer des opérations d'initiés ou inciter une autre personne à effectuer des opérations d'initiés.</p> <p>3. Il est interdit à quiconque possède une information privilégiée sur des crypto-actifs:</p> <p>a) de recommander, sur la base de cette information, qu'une autre personne acquière ou cède ces crypto-actifs, ou d'inciter cette personne à procéder à une telle acquisition ou à une telle cession; ou</p> <p>b) de recommander, sur la base de cette information, qu'une autre personne annule ou modifie un ordre relatif à ces crypto-actifs, ou d'inciter cette personne à procéder à une telle annulation ou à une telle modification.</p> <p>4. L'utilisation d'une recommandation ou d'une incitation visée au paragraphe 3 constitue une opération d'initié au sens du</p>	<p>privilégiée, est également réputée être une opération d'initié. L'utilisation d'informations privilégiées comprend également la soumission, la modification ou le retrait d'une offre par une personne pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers.</p> <p>2. Nul ne peut effectuer ou tenter d'effectuer des opérations d'initiés ou utiliser des informations privilégiées sur des crypto-actifs pour acquérir ou céder ces crypto-actifs, directement ou indirectement, pour son compte propre ou pour le compte d'un tiers. Nul ne peut recommander à une autre personne d'effectuer des opérations d'initiés ou inciter une autre personne à effectuer des opérations d'initiés.</p> <p>3. Il est interdit à quiconque possède une information privilégiée sur des crypto-actifs:</p> <p>a) de recommander, sur la base de cette information, qu'une autre personne acquière ou cède ces crypto-actifs, ou d'inciter cette personne à procéder à une telle acquisition ou à une telle cession; ou</p> <p>b) de recommander, sur la base de cette information, qu'une autre personne annule ou modifie un ordre relatif à ces crypto-actifs, ou d'inciter cette personne à procéder à une telle annulation ou à une telle modification.</p> <p>4. L'utilisation d'une recommandation ou d'une incitation visée au paragraphe 3 constitue une opération d'initié au sens du</p>
---	---

<p>présent article lorsque la personne qui utilise cette recommandation ou cette incitation sait, ou devrait savoir, que celle-ci est basée sur des informations privilégiées.</p> <p>5. Le présent article s'applique à toute personne qui possède une information privilégiée en raison du fait que cette personne:</p> <ul style="list-style-type: none">a) est membre des organes d'administration, de direction ou de surveillance de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui demande l'admission à la négociation;b) détient une participation dans le capital de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui demande l'admission à la négociation;c) a accès à cette information en raison de l'exercice d'un emploi, d'une profession ou de fonctions ou compte tenu de son rôle dans la technologie des registres distribués ou une technologie similaire; oud) participe à des activités criminelles. <p>Le présent article s'applique également à toute personne qui possède une information privilégiée dans des circonstances autres que celles visées au premier alinéa lorsque cette personne sait ou devrait savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée.</p> <p>6. Lorsque la personne visée au paragraphe 1 est une personne morale, le présent article s'applique, conformément au droit national, aux personnes physiques qui</p>	<p>présent article lorsque la personne qui utilise cette recommandation ou cette incitation sait, ou devrait savoir, que celle-ci est basée sur des informations privilégiées.</p> <p>5. Le présent article s'applique à toute personne qui possède une information privilégiée en raison du fait que cette personne:</p> <ul style="list-style-type: none">a) est membre des organes d'administration, de direction ou de surveillance de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui demande l'admission à la négociation;b) détient une participation dans le capital de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui demande l'admission à la négociation;c) a accès à cette information en raison de l'exercice d'un emploi, d'une profession ou de fonctions ou compte tenu de son rôle dans la technologie des registres distribués ou une technologie similaire; oud) participe à des activités criminelles. <p>Le présent article s'applique également à toute personne qui possède une information privilégiée dans des circonstances autres que celles visées au premier alinéa lorsque cette personne sait ou devrait savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée.</p> <p>6. Lorsque la personne visée au paragraphe 1 est une personne morale, le présent article s'applique, conformément au droit national, aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à</p>
--	--

<p>participent à la décision de procéder à l'acquisition, à la cession, à l'annulation ou à la modification d'un ordre pour le compte de la personne morale concernée.</p>	<p>l'acquisition, à la cession, à l'annulation ou à la modification d'un ordre pour le compte de la personne morale concernée.</p> <p>7. Les émetteurs, les offreurs et les personnes qui demandent l'admission à la négociation établissent une liste de toutes les personnes qui, en raison de la nature de leurs fonctions ou de leur poste, disposent d'un accès régulier à des informations privilégiées (ci-après la «liste d'initiés permanents»);</p> <p>b)mettent rapidement à jour cette liste d'initiés permanents ; et</p> <p>c)communiquent la liste d'initiés permanents à l'autorité compétente dès que possible à la demande de celle-ci.</p>
<p>Annexe I</p> <p>(...)</p> <p>Partie D: Informations sur le projet de crypto-actif</p> <p>1.Le nom du projet de crypto-actif et des crypto-actifs, s'ils diffèrent du nom de l'offreur ou de la personne qui demande l'admission à la négociation, et la forme abrégée ou le symbole.</p> <p>2.Une brève description du projet de crypto-actif.</p> <p>3.Les coordonnées de toutes les personnes physiques ou morales (y compris les adresses professionnelles ou le siège de l'entreprise) participant à la mise en œuvre du projet de crypto-actif, telles que les conseillers, les membres de l'équipe de développement et les prestataires de services sur crypto-actifs.</p>	<p>Annexe I</p> <p>(...)</p> <p>Partie D: Informations sur le projet de crypto-actif</p> <p>1.Le nom du projet de crypto-actif et des crypto-actifs, s'ils diffèrent du nom de l'offreur ou de la personne qui demande l'admission à la négociation, et la forme abrégée ou le symbole.</p> <p>2.Une brève description du projet de crypto-actif.</p> <p>3.Les coordonnées de toutes les personnes physiques ou morales (y compris les adresses professionnelles ou le siège de l'entreprise) participant à la mise en œuvre du projet de crypto-actif, telles que les conseillers, les membres de l'équipe de développement et les prestataires de services sur crypto-actifs.</p>

<p>4.Si le projet de crypto-actif concerne des jetons utilitaires, les caractéristiques essentielles des biens ou services à développer.</p> <p>5.Des informations sur le projet de crypto-actif, en particulier les étapes passées et futures du projet et, le cas échéant, les ressources déjà allouées au projet.</p> <p>6.Le cas échéant, l'utilisation prévue de tous les fonds ou autres crypto-actifs collectés.</p> <p>(...)</p> <p>Partie H: Informations sur la technologie sous-jacente</p> <p>1.Des informations sur la technologie utilisée, y compris la technologie des registres distribués, les protocoles et les normes techniques utilisés.</p> <p>2.Le mécanisme de consensus, le cas échéant.</p> <p>3.Les mécanismes incitatifs visant à sécuriser les transactions, et les frais éventuellement applicables.</p> <p>4.Si les crypto-actifs sont émis, transférés et stockés en utilisant la technologie des registres distribués qui est exploitée par l'émetteur, l'offreur ou un tiers agissant pour leur compte, une description détaillée du fonctionnement d'une telle technologie des registres distribués.</p> <p>5.Des informations sur les résultats de l'audit relatif à la technologie utilisée si un tel audit a été mené.</p>	<p>4.Si le projet de crypto-actif concerne des jetons utilitaires, les caractéristiques essentielles des biens ou services à développer.</p> <p>5.Des informations sur le projet de crypto-actif, en particulier les étapes passées et futures du projet et, le cas échéant, les ressources déjà allouées au projet.</p> <p>6.Le cas échéant, l'utilisation prévue de tous les fonds ou autres crypto-actifs collectés.</p> <p>(...)</p> <p>Partie H: Informations sur la technologie sous-jacente</p> <p>1.Des informations sur la technologie utilisée, y compris la technologie des registres distribués, les protocoles et les normes techniques utilisés.</p> <p>2.Le mécanisme de consensus, le cas échéant.</p> <p>3.Les mécanismes incitatifs visant à sécuriser les transactions, et les frais éventuellement applicables.</p> <p>4.Si les crypto-actifs sont émis, transférés et stockés en utilisant la technologie des registres distribués qui est exploitée par l'émetteur, l'offreur ou un tiers agissant pour leur compte, une description détaillée du fonctionnement d'une telle technologie des registres distribués.</p> <p>5.Des informations sur les résultats de l'audit relatif à la technologie utilisée si un tel audit a été mené.</p> <p>6.Ces informations doivent être exposées dans un langage aisément compréhensible</p>
---	---

	<p>pour une personne ne disposant pas de connaissance en matière de nouvelles technologies.</p>
--	---

Bibliographie

ARTICLES ET FASCICULES

ADDA H., « *Nantissement* », 2744, Lamy droit du numérique date d'actualisation : 20 avril 2023.

AGRAWAL A. K., C. CATALINI C., GOLDFARB A., « *Some simple economics of crowdfunding* », National Bureau of Economic Research, Working Paper 19133, June 2013.

AGRAWAL A., CATALINI C., GOLDFARB A., « *Are Syndications the Killer App for Equity Crowdfunding* », California management review Vol. 58, no. 2 Winter 2016, p.119 à 122.

AHUT J.-M., BRAUNE E., « *Venture Capital in Europe : Myth and Reality* », January 2015 in BAKER

AIGNER A.A., DHALIWAL G., « *Uniswap : imparmanent Loss and Risk Profile of a liquidity provider* », ArXiv : 2106.14404, 25 June 2021.

ALAIN S., « *Droit de rétractation pour les consommateurs dans le cas de contrat conclu à distance ou hors établissement* », 145-30, Lamy produits et biens de grande consommation, date d'actualisation : 8 septembre 2022.

ALAIN S., « *Informations précontractuelles obligatoires lors de contrat à distance ou hors établissement* », 145-105, Lamy produits et biens de grande consommation : date d'actualisation : 8 septembre 2022.

ALBERT J.-L., « *Chapitre 2 (folio n°70) - Bases constitutionnelles du droit financier local* », Encyclopédie des collectivités locales, Dalloz, Février 2018,

ALLEN H., HAWKINS J., SATO S., « *Electronic trading and its implications for financial systems* », Bis papers n°7, January, 2001, p. 30 et s.

ALTMAN E. I., « *Revisiting Credit Scoring Models in a Basel 2 Environment* », NYU Working Paper No. S-FI-02-11, May 2002.

AMEDOMAR A., SPERS RG., « *Reward-based crowdfunding: a study of the entrepreneurs motivations when choosing the model as a venture capital alternative in Brazil* », Int. J. Innov., São Paulo, Vol. 6, n° 2, May/August. 2018.

AMLON G., « *Sauvegarde, redressement et de liquidation judiciaire* », Fasc. 2383, JCl. Commercial, date d'actualisation : 31 juillet 2022.

AMLON G., « *Sauvegarde, redressement et liquidation judiciaires. – Créanciers antérieurs titulaires de sûretés personnelles ou d'une sûreté réelle pour autrui (cautionnement, garanties autonomes, lettres d'intention...)* », Fasc. 200, JCl. Notarial Formulaire, date d'actualisation : 1er décembre 2022.

ANCELIN O., BARBU Florent, « *La définition de la notion de professionnel retenue en droit français et européen* », 4732, Lamy droit économique, date d'actualisation : 28 novembre 2022.

ANCELIN O., BARBU Florent, « *Obligation de loyauté des plateformes* », 4784, Lamy droit économique date d'actualisation : novembre 2022.

ANDREU L., « *Contrat – Effets du contrat – cession du contrat* », Fasc. unique, JCl. Civil code, Art. 1216-1216-3, date d'actualisation : 29 juillet 2022.

ANTE L., SANDNER P., FIELDLER I., « *Blockchain Based ICOs : Pure hype or the Dawn of a New Era of Startup Financing* », Journal of Risk and Financial Management, November 2018.

APPIO F.P, LEONE D., PLATANIA F., « *Why rewards not delivered on time in reward based crowdfunding campaigns, an empirical exploration* », *Technological Forecasting and Social Change*, 120069, Volume 157, August 2020.

APRENDIA R., « *Opaque governance, special purpose vehicles, and the preacher's waiver* », working paper, *Serie Documentos de Trabajo*, N°481, Marzo 2021.

AQUILINA. M., FROST J., SCHRIMPF A., « *Adressing the risks crypto : laying out the options* », *Bis Bulletin*, n°66, 12 January 2023.

ARMOUR J., ENRIQUES L., « *The Promise and Perils of Crowdfunding, Between Corporate Finance and Consumer contracts* », *Law Working Paper* N° 366/2017.

ARNER W. D., BARBERIS J., BUCKLEY P.R., « *FinTech, regTech, and the reconceptualization of financial regulation* », *Northwestern Journal of International Law & Business Law*, Volume 37, Issue 3, 2017.

ARSOUZE C., « *Marchés financiers, applications, négociations de blocs après la directive MiF* », *Bull. Joly Bourse*, n°5, 1er octobre 2008, p. 423.

ATTUEL-MENDES L., SOULAS C., « *La communication dans l'equity crowdfunding : des investisseurs privilégiés au sein de la foule ?* », *Entreprendre & Innover*, n°48, 2011/1.

ATTUEL-MENDES L., SOULAS C., MALIK OLA A., « *Le paradoxe du crowdfunding : la sous-utilisation de la foule dans la fabrique de la décision individuelle d'investissement, systèmes d'information & management* », *Vol.25*, 2020/01.

AUBIER M., « *Impact de Bâle II sur l'offre de crédit aux PME* », *Économie & Prévision*, 2007.

AUCKENTHALER F., « *Tenue de compte conservation des titres financiers* », Fasc. 2115, JCl. Banque, Crédit, Bourse, date d'actualisation : 30 juin 2020.

AUDOUARD T., AUDUARD J., DRAGUITINI N., « *L'actualité jurisprudentielle des management packages (2020)* », Dr. fisc. n° 25, 18 Juin 2020.

AYADI R., REST A., *The New Basel Capital Accord and The Future of the European Financial System*, 2004, CEPS Task Force Report N°51, April 2004.

AYADI R., « *The new basel capital accord and sme financing* », EPS Reports in Finance and Banking No. 36, November 2005.

AYDAR M., SCETIN S.C., AYVAZ S., AYGUN B., « *Private key encryption and recovery in blockchain* », arXiv:1907.04156 (cs), July 2019.

AYNES L., BAUDUIN E., BERGOUGNOUX M., BERTEL J.-P., BLANCHARD C., BOCCARA M.,

BOULANGER D., « *Jurisprudence relative à l'exécution forcée des pactes avant la réforme du droit des obligations* », 540-45, date d'actualisation : 19 octobre 2021.

AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées, Création et statut des associés* », Fasc. 1532, JCl. Commercial, date d'actualisation. : 10 avril 2018.

AZARIAN H., « *Synthèse - Société par actions simplifiée* », JCl. Commercial, date d'actualisation : 1^{er} juillet 2023.

BAINS P., MELO F., SUGIMOTO N., « *Regulating the Crypto Ecosystem, The Case of Unbacked Crypto-assets* », Fintech note, International Monetary Fund, September 2022.

BAKOS Y., HALABURDA H., « *The role of cryptographic tokens and ICOs in fostering platform adoption* », Cesinfo Working Papers, 7752, July 2019.

BARERT C., « *Les actions de priorité : une catégorie de titres en voie d'extinction après l'ordonnance du 24 juin 2004* », Bull. Joly Sociétés, n°12, 1er décembre 2004.

BARHELET B., « *Le PEA depuis la loi Pacte* », JCP N, n° 27, 3 Juillet 2020, 1138 ;

BARRIERE F., « *Titres de créances-les titres de dette vers un développement du marché des Euro PP* », RDBF, n° 2, mars-avril 2019.

BARRIERE F., W. GRUMBERG A., « *L'incidence de la réforme du droit des contrats sur les opérations d'acquisition* », Rev. soc., 2016.

BARSAN I.M., « *La régulation des plateformes de financement participatif* », Dr. et patrimoine, N° 274, 1er novembre 2017.

BASIRE Y. et al., « *Nature délictuelle ou contractuelle de la faute visée par la loi du 30 juillet 2018* », 1687, Lamy droit commercial, date d'actualisation : 14 avril 2023.

BAUGARD D., BORGA N., « *L'admission ambiguë des clauses de bad leaver* », D. 2016.

BCG, Hello Tomorrow, *The Deep Tech Investment Paradox : a call to redesign the investor model*, 2021.

BEAUMONT P., TANG H., VANSTEENBERGH E., « *The Role of FinTech in Small Business Lending : evidence from France* », Séminaires de recherches de l'ACPR, 17 décembre 2021.

BECKER H. W., « *The Dot.Com Revolution in Historical Perspective* », Entreprises et histoire, 43°, 2006/2.

BEHIER B., BOUCHETA H., « *La réforme de l'appel public à l'épargne* », JCP E, 1191, n° 8-9, 19 Février 2009.

BEIER M., FRÜH S., JÄGER C., « *Reward-based Crowdfunding as a Marketing Tool for Established SMEs: A Multi Case Study* », University of Applied Sciences HTW Chur, Switzerland, February 2019.

BERKOWITZ H., SOUCHAUD A., « *Stratégie de conquête d'un nouvel espace de marché : la structuration du crowdlending* ». Gérer & comprendre, N° 131, Annales des Mines 7, mars 2018.

BERNARD-GELABERT M.-C. et al., « *Le scoring* » ; 372-78, Lamy Gestion et finances des collectivités territoriales, 28 février 2022

BERNHEIM-DESVAUX S., « *Dichotomie entre les statuts hébergeurs et d'éditeur,* » 6200, Lamy droit économique, date d'actualisation : 28 novembre 2022.

BERNTHAL J. B., « *The Evolution of Entrepreneurial Finance* », BYU Law Review, Volume 2018, Issue 4, 28 février 2019.

BERTHAUD E., NEUMEISTER B., « *Le rôle des Business Angels dans le financement de la croissance des PME innovantes* », Annales des Mines - Réalités industrielles 2010/02, Mai 2020.

BESSIERE V., STEPHANY E., « *Financement et gouvernance des start-ups en equity crowdfunding* », Finance, contrôle, stratégie, Vaira, 18-4, 2015.

BIEMANS J., « *Reward-Based Crowdfunding and EU Consumer Rights, European Review of Private Law* », Vol. 28, issue 1, 2020, p. 60.

BLANCHE D., « *Droit bancaire et financier européen, Règles prudentielles européennes applicables aux établissements de crédit, entreprises d'investissement, établissements de paiement et établissements de monnaie électronique* », Fasc. 1015, JCl. Europe Traité, date d'actualisation : 1er mai 2021.

BLASEG D., CUMMING D.J., KOETTER M., « *Equity Crowdfunding : High-Quality or Low-Quality Entrepreneurs ?* », Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 45, Issue 3, May 2021.

BLEMUS S., « *La contribution du droit à la croissance : l'exemple du crowdfunding* », Rev. Droit & Affaires n° 12, Septembre 2015, p. 6 et 23.

BLOCK J.H., GROH A., HORNUF L., VANACKER T., VISMARA S., « *The entrepreneurial finance markets of the future : a comparaison of crowdfunding and initial coin offerings* », Small Business Economics, 7 avril 2020.

BOCO H., GERMAIN L. ROUSSEAU F., « *High Frequency Trading : Strategic Competition Between Slow and Fast Traders* », Maynooth University, Department of Economics Finance & Accounting, Working Paper N296-20, 10 January 2020.

BOEHOMER E., LJUNGQVIST A., « *On the decision to go public: Evidence from privately-held firms* », NYU Working Paper No FIN-002, 2008.

BOISSIN J.-P., GRAZZINI F., TARILLON C., « *Une caractérisation des trajectoires de croissance des start-up au travers de leur taille et de leur mode de financement* », Rev. de l'Entrepreneuriat, Vol. 2018, 2019/2.

BOLIDEAU J., CHERIEF I., LABELLE R., « *Les caractéristiques des contrats de dette et les clauses restrictives comptables : quels liens ?* » Comptabilité et Connaissances, Mai 2005.

BONDERO B., « *La clause good leaver/bad leaver et le respect de la procédure prévue par le pacte d'actionnaires* », Gaz. Pal. n°180, 29 juin 2013.

BONNEAU T., « *Crédit non bancaire - Propos conclusifs* », RDBF n° 2, dossier 23, mars 2019.

BONNEAU T., « *Fonds de capital-risque européens et fonds d'entrepreneuriat social européen* », RDBF n° 4, Octobre 2013, comm. 146.

BONNEAU T., « *Le chiffre d'affaires peut-il constituer une information privilégiée ?* », Bull. Joly Bourse- n°2, 1er avril 2004.

BONNEAU T., « *Marché libre OTC* », Dr. sociétés, avril 2006, n° 65.

BONNEAU T., « *Marchés financiers, Commentaire de l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière* », La JCP, n°20, 13 Mai 2009.

BONNEAU T., « *Notion d'utilisation de l'information privilégiée* », RDBF n° 2, Mars 2010, comm.

BONNEAU T., « *Réforme du démarchage financier* », Dr. sociétés, n° 10, Octobre 2003, comm. 177.

BONNEAU T., « *Statut de membre de marché réglementé* », Dr. sociétés, n° 3, Mars 2006, comm. 44.

BONNEAU T., MAOUCHE S., « *Valeurs mobilières composées* », Fasc. 1903, date d'actualisation : 22 novembre 2021.

BOSSI S., « *118. Les mécanismes de liquidation préférences en droit français* », Bull. Joly Sociétés, n°4, 1er avril 2007.

BOUCHETA H., « *MIF II : les nouvelles exigences en matière de protection des investisseurs* », Bull. Joly Bourse- n°04, 1^{er} avril 2015.

BOUGLET J., GARMILIS G., « *L'equity crowdfunding, une régulation traditionnelle pour un modèle innovant ?* », Rev. française de gestion, n°273, 2018/04.

BOUGNOUX A., « *Assemblées d'actionnaires, Assemblées générales extraordinaires, Pouvoirs. Applications du principe d'omnipotence* », JCl. Société Traité, Fasc. 140-20, date d'actualisation : 21 mai 2019.

BOUGNOUX A., CERAT-GAUTHIER A., « *Sociétés par actions. – Cession et promesse de cession d'actions – Commentaires* », Fasc. Q-17, JCl. Notarial Formulaire, date d'actualisation : 7 juin 2023.

BOUGNOUX A., LE NORMAND-CAILLERE S., « *Actions* », Fasc. 1815, JCl. Banque-Crédit-Bourse, date d'actualisation. : 31 mai 2018.

BOURDEAUX G., « *Le vecteur du placement privé* », RDBF n° 3, Mai 2018, dossier 16.

BOURETZ E., « *Crédits syndiqués, Syndication directe* », Fasc. 505, JCl. Droit bancaire et financier, date d'actualisation : 1^{er} février 2019.

BOURVEAU T., DE GEORGE E.T., ELLAHIE A., MACCHIOCCI D., « *The Role of Disclosure and Information Intermediaries in an unregulated Capital Market : Evidence from Initial Coin Offerings* », journal of Accounting Reseach, Volume 60, Issue 1, 2020.

BOUTEILLER P., « *Le coût du crédit, Le taux effectif global, L'usure* », Fasc. 509, JCl. Banque - Crédit – Bourse, date d'actualisation : 15 novembre 2022.

BPIFrance, « *Recourir à un prêt bancaire pour financer son projet de création d'entreprise, modalité d'obtention d'un prêt bancaire*, (disponible: disponible via : <https://bpifrance.creation.fr/encyclopedie/financements/lemprunt/recourir-a-pret-bancaire-financer-son-projet-creation>).

BRANDFORD-GRIFFITH H., « *Petit guide juridique du hors-cote* », Bull. Joly Bourse, n°03, 1er janvier 1993.

BRANNBACK M., KIVILUOTO N., CASRUD A., OSTERMARK R., « *Much ado about nearly nothing? an exploratory study on the myth of high growth technology startup entrepreneurship* », Frontiers of Entrepreneurship Research, Volume 30, Chapter XII. Strategy, January 2010.

BRESSON A., « *Crédit aux entreprises, Le support public du financement non bancaire des PME et ETI : la Banque publique d'investissement*, » RDBF n° 3, mai 2018, dossier 14.

BRIGNON B., LUCCIARDI G.-A., GRANIER T., « *Action de préférence* », Fasc. 1803, JCl. Banque, Crédit, Bourse, date d'actualisation : 31 juillet 2020.

BROSSET J., BARBET-MASIN A., « *Quelle protection pour les investisseurs ? La souscription de cryptoactifs et de jetons d'ICO : les recours des investisseurs* », Rev. Lamy dr. aff., N° 140, 1er septembre 2018.

BROWN R., MAWSON S., ROWE A., MASON C., « *Working the Crowd : Improvisational Entrepreneurship and Equity Crowdfunding in Nascent Entrepreneurial ventures* », International Business Journal : Researching Entrepreneurship, Vol 35(2), 15 September 2017.

BRUGIERE A., ROBERT A., « *Le droit de vote multiple dans les SAS et les SA : tour d'horizon des mécanismes envisageables* », Rev. Lamy dr. aff., N° 151, 1er septembre 2019

BURGER-HELMECHEN T., PENIN J., « *Crowdsourcing : définition, enjeux, typologie* », *Management & Avenir*, n°41, 2011/01.

BUTTICE V., VISMARA S., « *Inclusive digital finance: the industry of equity crowdfunding* », *The Journal of Technology Transfer*, 47, 31 July 2022.

CABOSSIORAS S., PIETRANCOSTA A. « *La réforme du régime des offres au public de titres : une meilleure articulation avec le droit européen* », *Bull. Joly Bourse*, n°01, p. 42, 01 janvier 2020.

CAFRITZ E., TENE O., « *La réglementation des placements privés en France* », *Bull. Joly Bourse*, n°02, p. 126, 1er mars 2003, n°3

CAMPBELL D., LOUMIOTI M., WITTENBERG-MOERMAN R., « *Making Sense of Soft Information: Interpretation Bias and Ex-post Lending Outcomes* », *A Journal of Accounting and Economics*, 101240, Vol 68, Issues 2–3, November–December 2019.

CAMPINO J., BROCHADO A., ROSA A., « *Initial coin offerings (ICOs): Why do they succeed?* », *Financial Innovation*, 2022, 8(1), 17 janvier 2022.

CAPIZZI V., « *The returns of business angel investments and their major determinants* », *Venture Capital*, Vol. 17, Issue 4, October 2015, p. 272 et 277.

CARDON C., DURAND Q., L. FAUGREOLAS L., « *Offre au public et admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé* », *Études Joly Bourse*, 28 octobre 2022.

CARDON C., DURAND Q., « *Nouveau règlement prospectus : vers plus de flexibilité pour les émetteurs ?* », *Bull. Joly Bourse*, n°6, 1^{er} novembre 2017.

CARDON C., DURAND Q., ROUDEL A., « *Les lignes directrices de l'ESMA relatives aux facteurs de risque résultant du nouveau règlement Prospectus 3* », Bull. Joly Bourse- n°03 - p. 10, 1^{er} mai 2019.

CASSOU P.-H., « *Le droit financier, un droit adapté à la vie financière* », Rev. d'économie financière, 1993.

CASTAGNE S., « *Fond de commerce - fonds de commerce électronique* », Fasc. 1932, JCl. Entreprise individuelle, date d'actualisation : 17 mars 2017.

CASTETS-RENARD C., « *Régulation des plateformes en ligne* », Fasc. 1245, JCl. Europe Traité, date d'actualisation: 1^{er} décembre 2021.

CATALANI C., GANS J. S., « *Initial Coin Offerings and the Value of Crypto Tokens* », MIT Sloan Research Paper n°5347-17 (disponible sur : <https://papers.ssrn.com>), 5 mars 2019.

CHAABEN M., « *Le financement participatif (crowdfunding) : quatre ans après l'adoption de l'ordonnance du 30 mai 2014* », RDBF n° 4, Juillet 2018, étude 13.

CHAGNY M., « *Risques, finance et droit* », RDBF n° 6, Novembre 2010, étude 29.

CHAIEHLOUDJ W. et al., et al., « *Actions d'apport* », 472, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Assemblée spéciale des porteurs de certificats d'investissement* », 4824, date d'actualisation : 14 février 2022

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Caractéristiques des certificats de droit de vote et droits de leurs titulaires* », 47855 Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2022

CHAIEHLOUDJ W et al., « *Consécration expresse des solutions jurisprudentielles précédentes par*

l'article 1112 du code civil », 1008, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Circonstances de la répartition* », 376, Lamy sociétés commerciales, 14 février 2023.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Clause d'inaliénabilité* », 1310, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 27 mai 2023.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Clause de sortie prioritaire* », 1300, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 27 mai 2023

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Clauses de vote* », 1299, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 27 mai 2023.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Compétence collectivité d'associés* », 4280, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : février 2022.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Conditions et modalités de création* », 4467, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Conditions générales de l'émission d'actions de préférence — Compétence de l'assemblée générale extraordinaire — Délégations* », 4491, Lamy société commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Création de bons de souscription de parts de créateur d'entreprise* », 364, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 22 juin 2019.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Démembrement de l'action — Intérêts* », 4822, date d'actualisation : 14 février 2023.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Droits pécuniaires* », 4297, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023.

CHAIEHLOUDJ W. et al., et al. « *Établissements de crédit* », 5595, Lamy sociétés commerciales, 14 février 2023.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Exécution des conventions de vote* », 1182, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Forme du dividende* », 304, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 13 février 2023.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Instauration du fractionnement et création des certificats avant l'ordonnance du 24 juin 2004* », 4826, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Intérêt et principales caractéristiques de la société anonyme* », 3430, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 décembre 2023.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Liberté de déterminer les conditions d'adoption des décisions* », 4286, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Modalités de création - Conversion en action de préférence* », 4464, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Notion - Avantages concevables* », 4432, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 12 février 2023.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Notion - intérêts pratiques* », 4466, Lamy sociétés commerciales : date d'actualisation : 14 février 2023.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Obligation d'établir une liste d'initiés – exigence maintenue pour les PME par la loi du 8 octobre 2021* », 5157, Lamy sociétés commerciales

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Pourparlers éventuels — Confidentialité — Lettre d'intention — Accord d'exclusivité* », 1005, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Prérogative d'ordre public - Problème de conventions de vote* », 897, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023 ;

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Procédure d'agrément – Notification du projet de cession* », 3225, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023).

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Prohibition des clauses relatives aux pertes — Limites* », 384, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Rachat des actions de préférence — Stipulation statutaire* », 4499, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation. : 14 février 2023

CHAIEHLOUDJ Walid et al., « *Règles applicables dans les sociétés ayant recours au financement participatif* », Lamy sociétés commerciales, 4288, date d'actualisation : 14 février 2023.

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Règles particulières aux petites entreprises* », 1418, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023

CHAIEHLOUDJ W. et al., « *Représentation collective- assemblée spéciale des porteurs* », 4470, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 février 2023)

CHAIHLOUDJ W. et al., « *Révocation du directeur général* », 3655, Lamy sociétés commerciales, date d'actualisation : 14 décembre 2023

CHAIHLOUDJ W. et al., « *Validité des conventions conformes à l'intérêt social* », Lamy sociétés commerciales, 901, date d'actualisation : 14 février 2023;

CHAKRABORTY S., SWINNEY R., « *Signalling to the crowd : private quality information and rewards-based crowdfunding* », Forthcoming, Manufacturing & Service Operations Management, June 2019.

CHANEY A., DEPARDAY A., « *Le financement des SAS par la souscription de titres via une plate-forme internet* », LPA, n°5, 7 janvier 2016.

CHANSON M., GJOAN J., RISIUS M., WORTMANN F., « *The role of Social Media for Organisational legitimacy and Underpricing* », Thirty Ninth International Conference on Information Systems, San Francisco 2018.

CHEN R.R., GAL-OR E., ROMA P., « *Reward-based crowdfunding campaigns: informational value and access to venture capital* », Information Systems Research September Volume 9, Issue 3, 2018.

CHERTOUX G., REDIS J., « *Business Angels et plateformes de financement participatif : concurrents ou complémentaires ?* », Entreprendre & Innover, n°28, 2016/1.

CHEVANET G., « *Réforme des offres au public de titres : des effets « indirects » du règlement Prospectus en droit interne* », Rev. Lamy dr. aff. (n°155), 1^{er} janvier 2020.

CICHOTEPSKI B., VITRICH G., « *Startups safe : l'instrument innovant dédié au financement en amorçage* », Option fin., 22 juin 2015

CLARET N., BEN MAHMOUDI J., CHARRIERE-PETIT S., « *Quand l'évaluation constitue un objet d'apprentissage significatif pour l'entreprise innovante en création* », La Rev. des Sciences de Gestion, 2006/3.

CLERMONTTEL P., DORNIC B., « *L'émergence d'une notion autonome de placement privé* », JCP E, n°48, 26 Novembre 1998, p. 1868

COLE R., CUMMING D., LI D., « *Do Banks or VCS spur small firm growth*, *Journal of International Financial Markets* », Institutions & Money 60-72, 2016.

CONCHON P.-A., « *Les nouvelles obligations en matière d'information périodique* », RDBF n° 1, Janvier 2007, étude 3.

COQUELET M.-L., « *Nouvelle confirmation de la validité des promesses de rachat à prix plancher stipulée en faveur d'un associé bailleur de fonds* », Dr. sociétés, n° 6, Juin 2009, comm. 110 ;

COQUELET M.-L., BUCHBERGER M., « *Réduction du capital* », Fasc. 159-10, JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 1^{er} septembre 2022.

CORWIN S.A., P. SHULTZ P., « *The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition* », The journal of finance, vol. 1X, no. 1, February 2005.

COSCI Stefania, MELICIANI Valentina, SABADO Valentina, « *Relationship lending and innovation: Empirical evidence on a sample of European firms* », Working Paper Center for Relationship Banking and Economics, March 2015.

COSTEL L. et al, « *Enjeux/Risques du pacte d'actionnaires* », 381-2, Lamy Contrats Internationaux, date d'actualisation : 4 mai 2021.

COSTES L., et al., « *Objectif des accords partiels : sécuriser l'avancée des négociations* », 211-34, « *Interdiction de remettre en cause l'accord partiel* », 211-36, Lamy contrats internationaux, date d'actualisation : 24 avril 2020

COSTES L., et al., « *Objectifs des accords provisoires ou temporaires : fixer les règles du jeu* », 211-6, Lamy contrats internationaux, date d'actualisation : 24 avril 2020.

COSTES L., et al., « *Objectifs des accords provisoires ou temporaires : fixer les règles du jeu* », 211-6, Lamy contrats internationaux, date d'actualisation : 24 avril 2020.

COSTES L. et al., « *Sanctions dans l'accord de confidentialité* », 375-79, Lamy contrats internationaux, date d'actualisation : 12 octobre 2020.

COSTES L. et al., « *Validité de l'accord d'exclusivité, 211-26, Durée et objets des accords d'exclusivité* », 211-28, Lamy contrats internationaux, date d'actualisation : 24 avril 2020

COUPET C., « *Associé-notion de l'associé* », Fasc. 1090, JCl. Commercial, date d'actualisation : 20 janvier 2023.

COUPET C., TEHRANI A., « *Crédit, Propos introductifs* », RDBF n° 2, Mars 2019.

COURET A., « *Clauses de prix dans les promesses d'achat de droits sociaux* », Bull. Joly Sociétés, n°1, 1^{er} janvier 2006.

COURET A., « *Les promesses de cessions de droits sociaux et la prohibition des clauses léonines* » : Bull. Joly 1^{er} mai 1986.

COX J., NGUYEN T., « *Does crowd mean business: an analysis of reward based crowdfunding as source of finance for start-ups and small businesses* », Journal of Small Business and Enterprise Development, Author post-print (accepted) deposited by Coventry University's Repository.

CROCQ P., LAFAURIE K., « *Clause de réserve de propriété* », JCl. Contrats – Distribution, 1^{er} août 2022, 1^{er} août 2022.

CROOK-MORDAUNT N., CARISSIMO M., « *Les fonds d'investissement alternatifs à la française* », RDBF n° 4, Octobre 2013, étude 17.

CROZE H., « *Le nantissement du droit d'exploitation des logiciels (D. n° 96-103, 2 févr. 1996)* », JCP N, 3765, n° 25, 21 Juin 1996.

CUMMING D.J., JOHAN S., ZHANG Y., « *The Role of Due Diligence in Crowdfunding* », Journal of Banking and Finance, 108, 26 September 2019.

CUMMING D.J., VANACKER T., ZAHRA S.A., « *Equity crowdfunding and governance : toward an integrative model and research agenda* », Academy of Management Perspectives, Vol 35, No. 116, February 2021.

CUNY DE LE VERRYERE A., « *Le crédit semi-obligataire : un instrument de financement d'origine allemande adapté aux PME françaises* », Bull. Joly Bourse, n°03, 1^{er} mars 2013

LE GALL D., « *Sur la responsabilité de l'éditeur et de l'hébergeur : La responsabilité pénale des acteurs de l'internet* », Lexis360, date d'actualisation : 18 juillet 2022.

D'ALES T., SICSIC O., « *Un nouvel arsenal législatif pour une protection renforcée* », Fasc. 24 – Actualité, JCl. Commercial, date d'actualisation 18 septembre 2018.

DAIGRE J.-J., « *Droit des marchés financiers* », JCP E, n°16, 1603, 20 Avril 2006.

DAIGRE J.-J., « *Pacte d'actionnaires et capital-risque - Typologie et appréciation* », Bull. Joly Sociétés - n°2 - p. 157, 1er février 1993.

DAIGRE J.-J., METAIS N., TANDEAU DE MARSAC V., ARCHIBALD S.-C., CERATI-GAUTHIER A., « *Clauses d'exclusion dans les sociétés anonymes non cotées – Commentaires* », Fasc. P-240, date d'actualisation. 20 juin 2017.

DAIGRE, J.-J., « *Restructuration des marchés financiers français* », Bull. Joly Bourse- n°01., 1^{er} janvier 2005.

DAMODARAN A., « *Valuing Young, Start-up and Growth Companies : Estimation Issues and Valuation Challenges* », SSRN Electronic Journal, June 2009..

DAMODARAN A., « *Valuing Young, Start-up and Growth Companies : Estimation Issues and Valuation Challenges* », SSRN Electronic Journal, June 2009, p. 5 à 15.

DANG-TRAN M. C., « *Le contrôle de l'information financière i. le contrôle de l'information financière en France* », LPA - n°124, 16 octobre 1998

DANOS V., MARCASSA S., PRAT J., « *Fundamental Pricing of utility tokens* », THEMA Working Paper n°2019-11, June 2019.

DARBOIS J., « *Un pas en avant, un pas en arrière* », Option fin., 25 novembre 2019, p. 3.

LEVRATTO N., RAMADAN M., TESSIER L., « *Les « business angels », révélateurs, plus que moteurs, de l'engagement des entreprises dans l'innovation* », Rev. d'économie d'industriel, 157, 1^{er} trimestre 2017.

DE VAUPLANE H., « *L'amélioration de la compétitivité de la Place de Paris a l'heure du passage à l'euro : commentaires de la Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998/II,* » Bull. Joly Bourse, n°04, 1^{er} juillet 1998.

DE WATRIGANT C., « *Alternext : après deux ans, l'heure du premier bilan* », LPA - n°207, 16 octobre 2007.

DE WATRIGANT C., « *Alternext : des premiers pas encourageants* », JCP E, 1484, n° 41, 13 Octobre 2005,

DE WATRIGANT C., « *Alternext* », JCl. Banque, 1680, Crédit, Bourse, date de mise à jour : 1er juin 2014.

DEFFAINS-CHAPSY C., « *Radical Innovation and Early Stage Financing Gaps: Equity Based Crowdfunding Challenges* », Journal of Positive Management, Vol5, n°2, June 2014.

DEFFAINS-CRAPSKY C., CUENOUD T., GLEMAIN P., « *Les déterminants de la syndication avec les Business Angels dans les opérations d'Equity Crowdfunding : le cas français* », Document de travail du GRANEM n° 2016-01-047, mai 2016.

DELSOL H.-L., « *De la perte de la qualité d'associé* », Dr. sociétés, n° 2, Février 2016, étude 3.

DERIEUX E., « *Responsabilités des services de communication en ligne, Détermination des responsables* », Rev. Lamy Droit de l'immatériel, n° 59, 1er avril 2010, p. 2.

DESACHE J.-M., DONDERO B., « *La réforme des valeurs mobilières (Ord. n° 2014-863, 31 juill. 2014)* », JCP E, n° 19, 7 Mai 2015.

DESGENS-PASANAU G., « *Notion de fonds de commerce et internet* », JCl. Entreprise individuelle, Fasc. 1080, date d'actualisation : 12 novembre 2013.

DEVÈZE J. et al., « *Exigence du prospectus* » 799, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

DEVÈZE J. et al., « *Fonds professionnels de capital-investissement (anciens fonds communs de placement à risque (FCPR) bénéficiant d'une procédure allégée* », 1394, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

DEVÈZE J. et al., « *Définition* », 135-5, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 28 septembre 2016.

DEVÈZE J. et al., « *Grands principes du nouveau ratio en matière de risque de crédit* », 240, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 202

DEVÈZE J. et al., « *Information et mise en garde sur les risques encourus* », 2654, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

DEVÈZE J. et al., « *Les mesures relatives à la liquidité* », 197, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

DEVÈZE J. et al., « *Présentation* », 838, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022

DEVÈZE J. et al., « *Procédure des avantages particuliers et rapport du commissaire aux comptes* », 258, Lamy droit du financement, date d'actualisation : décembre 2022.

DEVÈZE J. et al., « *Traits généraux du ratio Mc Donough* », 188, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022

DEVÈZE J. et al., « *La directive Transparence* », 1075, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

DEVÈZE J. et al., « *Respect de la procédure de vérification des avantages particuliers* », 4494, date d'actualisation : 14 février 2023,

DEVÈZE J. et al, « *Domaine d'application de la procédure des avantages particuliers* », 259, date d'actualisation : 12 décembre 2022

DEVÈZE J. et al, « *L'évolution de la Bourse des valeurs mobilières* », 440-80, Lamy droit du financement, date d'actualisation : mars 2016.

DEVÈZE J. et al., « *Autorisations liées aux offres portant sur les titres émis par une société par actions simplifiée* », 761, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

DEVÈZE J. et al., « *Cas particulier des obligations remboursables en actions (ORA, ORANE)* », 340, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

DEVÈZE J. et al., « *Clause de remboursement anticipé* », 315, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre

DEVÈZE J. et al., « *Conventions de vote destinées à l'organisation du contrôle* », 1222, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022 ;

DEVÈZE J. et al., « *Déclin de l'attrait de la cotation* », 787, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 22 décembre 2022.

DEVÈZE J. et al., « *Droit permanent à l'information* », Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022 ;

DEVÈZE J. et al., « *Évolution du statut* », 1426, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022 ;

DEVÈZE J. et al., « *Évolution du statut* », 1426, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

DEVÈZE J. et al., « *Garanties accordées à l'investisseur en capital-risque* », 2150, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

DEVÈZE J. et al., « *Instruments financiers de haut de bilan* », 1252, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2020.

DEVÈZE J. et al., « *Intérêt économique, Stratégies de conversion des obligations convertibles* », 669, Lamy droit du financement, 12 décembre 2022

DEVÈZE J. et al., « *Instruments financiers utilisés dans la mise en place d'un management package* », 1368, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 28 mars 2023.

DEVÈZE J. et al., « *Marché libre/Euronext Access* », 832, Lamy du financement, date d'actualisation : 22 décembre 2022.

DEVÈZE J. et al., « *Les fonds professionnels spécialisés (anciens fonds commun de placement à risques ((FCPR) contractuels)*, 1393, », Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

DEVÈZE J. et al., « *Première admission à la négociation* », 840, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 22 décembre 2022.

DEVÈZE J. et al., « *Procédures de première cotation* » 824, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

DEVÈZE J. et al., « *Rachat des parts* », 1969, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

DEVÈZE J. et al., « *Services d'investissement* », 857, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022.

DEVÈZE J. et al., « *Typologie des jetons (« tokens ») et qualifications juridiques* » 5652, Lamy droit du financement, date d'actualisation : 12 décembre 2022

DEZEUZE E., BOUAZIZ F., « *L'information financière du public et ses sanctions juridiques* », Legicom, n°19, 1999/3.

DIBROVA A., « *Business Angels : Risks and Opportunities* », 11th International Strategic Management Conference 2015, Social and Behavioral Sciences 207, 2015, p. 281 et 282.

DIDIER P., « *Le crowdlending* », RDBF, n°2, Mars 2019, dossier 17.

DIETSCH M. DÜLLMANN K. FRAISSE H. KOZIOL P. OTT C., « *Support for the SME Supporting Factor, Débats économiques et financiers N° 23* », Secrétariat général de l'autorité de contrôle prudentiel et de résolution direction des études, octobre 2016.

DIETZ D. M., « *Risk, Self selection and Advice : Bank versus Venture capitalists* », SSRN Electronic Journal, 27 February 2002.

DOLLEY E., « *Les bons de souscription de parts de créateurs d'entreprises, écueils juridiques et fiscaux d'application* », Bull. Joly Sociétés - n°10, 1er octobre 2001.

DOMPE M.-N., MENESSION N., « *La définition et l'utilisation de l'information privilégiée à l'épreuve du changement* », Bull. Joly Bourse, n°09, 1er septembre 2015.

DONDERO B. : « *Lettre d'intention, gare au coup de foudre contractuel* », Gaz. Pal, n°189, 8 juillet 2014

DONDERO B., « *12. Distinguer entre les clauses « purement léonines » et les clauses « simplement léonines »* », Bull. Joly Sociétés, n°01, 1er janvier 2013

DONDERO B., « *Présentation du monopole des établissements de crédit* », 1630, Lamy droit pénal des affaires, date d'actualisation : 9 novembre 2021

DONDERO B., BENTEUX G., BAYARD-BRUNEAU V., PICARD-CORBET V., GILBERT F., HADJADJ L.,

DONDERO B., GILBERT F., « *Marché financier, Réforme de l'offre au public de titres : il faut que tout change pour que rien ne change Ord. n° 2019-1067, 21 oct. 2019 ; D. n° 2019-1097, 28 oct. 2019* », JCP En° 3, 16 Janvier 2020.

DONDERO B., LOYRETTE S., LAPRADE M., ROBINE D., SEXER Y., « *Droit des marchés financiers* », JCP E, n° 18, 30 Avril 2009, 1431, n°4.

DORION C., FRANCOIS P., GRASS G., JANNERET A., « *Convertible Debt and Shareholder Incentives* », Journal of Corporate Finance, 24, 2014.

DOU H., « *Innovation et industrialisation : Un enjeu pour la France* », Vie & sciences de l'entreprise n°201, 2016/01.

DRUMMOND F., « *Loi PACTE et actifs numériques* », Bull. Joly Bourse, n°04, 1er juillet 2019.

DUBOCAGE E., « *L'évaluation de la "start-up" par le capital-risqueur entre objectivité, jugement et mimétisme* », Vie & sciences de l'entreprise, 173, 2006/4.

DUBOCAGE E., REVEST V., « *Une analyse conventionnaliste du prix d'offre des start-up sur le nouveau marché* », Rev. d'économie financière, 96, 2010.

DUFFNER S., « *Principal-Agent Problems in Venture Capital Finance* », University of Basel, WWZ Department of Finance, Working Paper No 10/03, Spring 2007, p. 34, 37 et 38 (n°3.2.2 à n°3.4) ainsi que p. 43 à 47 (n°4.1.2)

DUGUAY N., DAVID A., « *Transposition de la directive AIFM* », Bull. Joly Bourse- n°07-08, 1^{er} juillet 2013, p. 370 et 371, section III.

DUHEM J., « *Impôt sur le revenu – Réductions d'impôt. – Souscriptions de parts de fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) (CGI, art. 199 terdecies-O A-VI)* », Fasc. 1039-37, JCl. Fiscal Impôt directs Traité, date d'actualisation : 18 mars 2021.

DURAND N, DELERUE H., DUBRUELLE C., « *Le recours au crowdlending : nécessité et opportunité au sein d'un système dynamique* », 13^{ème} Congrès International Francophone en Entrepreneuriat et PME In: In: *La recherche en entrepreneuriat et PME : Vers de nouveaux horizons, Association Inter- nationale de recherche en Entrepreneuriat et PME (AIREPME)*, Trois Rivières, Canada, Octobre 201

DURKIN M., LAFFEY D., GANDHY A., CUMMINS D., FERAON C., « *The SME – Bank Relationship: Exploring the Impact of Crowdfunding at Start-up* », Autums 2016.

DUTEN E., « *Will Europe eventually catch up with the US and China ?* », Les Echos, 11 octobre 2021

DUTEN E., « *La fiscalité, au cœur de la directive AIFM* », Les Echos, 1^{er} juillet 2013.

EFING, M., « *Arbitraging the Basel Securitization Framework: Evidence from German Abs Investment* », Bundesbank Discussion Paper No. 40/2015, 2015.

EINICH J., « *Remboursement anticipé d'un prêt et clause pénale* » 3113, Lamy droit du contrat, date d'actualisation : 27 juin 2022.

EKALAND M., LANDIER A., TIROLE D., *Renforcer le capital-risque français*, Notes du conseil d'analyse économique, 2016/6.

ELINEAU R. « *Introduction en bourse de titres de capital* », Fasc. 1620, JCl. Banque, Crédit, Bourse, date d'actualisation, 21 décembre 2020.

ELKHIDIR K.M.F., « *Reward-based crowdfunding technological projects, determinants of success: A quantitative study* », The Journal of Entrepreneurial Finance (JEF), The Academy of Entrepreneurial Finance, (AEF), Montrose, CA, Vol. 19, Iss. 2., 2017.

EMILIE R., « *Minibons : un nouvel instrument de financement participatif sous la supervision de l'Autorité des marchés financiers* », Bull. Joly Bourse, n°07-08, 1^{er} juillet 2016.

EPP L., BENOIS J.-C., « *Les impacts fiscaux du « Passeport Gestion* », Option fin., 10 décembre 2013.

ESTRIN S., KHAVUL S., WRIGHT M., « *Soft and hard information in equity crowdfunding: network effects in the digitalization of entrepreneurial finance* », Small Business Econ, 2022.

EXPERTON M.-J., « *L'investisseur qualifié* », Bull. Joly Bourse, n°02, 1^{er} mars 1999.

EZE J. et al., « *Classification statutaire : marchés réglementés et marchés de gré à gré* », 767, Lamy droit du financement, date d'actualisation 12 décembre 2022.

FABOZZI J. F., FOCARDI M. S., JONAS C., *Equity Valuation, Science, Art or Craft*, CFA Institute Research Foundation.

FABRE-MAGNAN M. ; « *Le devoir d'information dans les contrats : essai de tableau général après la réforme* », JCP G, n° 25, 20 Juin 2016.

FAGES B., « *Le caractère en principe non engageant de la lettre d'intention* », 161, Lamy droit du contrat, date d'actualisation : 27 juin 2022.

FAGES B., « *Les négociations « doivent impérativement satisfaire aux exigences de bonne foi »* », 147 date d'actualisation : 20 avril 2023 ;

FAGES B., *Informations confidentielles obtenues à l'occasion des négociation*, 150, Lamy droit du contrat., date d'actualisation : 27 juin 2022.

FAGES B., « *Négociation précontractuelle-notion* », 134, Lamy droit du contrat., date d'actualisation : 27 juin 2022.

FAUGEROLAS L., « *Le 19e Rapport de la Commission des opérations de bourse* », Bull. Joly Sociétés, n°5, 1^{er} mai 1987.

FAUGREOLAS L., D'ORMESSON O., « *Vers le placement privé des valeurs mobilières en France (à propos du règlement no 92-02 de la COB)* », Bull. Joly Sociétés, n°7-8, p. 711, 1^{er} juillet 1992.

FAVARIO T., « *L'associé, financier de la société en difficulté* », Rev. proc. coll.n° 5, Septembre 2017, étude 17.

FAVARIO T., « *Les contours jurisprudentiels du devoir de mise en garde du banquier à l'égard de l'emprunteur non averti* », RDBF n° 3, Mai 2010, étude 12.

FENG C., LI N., FRANCO WONG M.H., ZHANG M., « *Initial coin offerings, blockchain technology and disclosures* », SSRN Electronic Journal, Janvier 2019.

FERNANDEZ Valérie, LANTZ J.-S., « *Structure financière des dotcom et rôle de l'intermédiation financière en capital-investissement* », Réseaux, 2001/2

FERRARINI G., GUIDICI P., « *Digital Offerings and Mandatory Disclosure : « A Market-Based Critique of MiCA »* », ECGI, Law Working Paper N° 605/2021, August 2021.

FERRARO O., « *A Brief Overview of the IPO Valuation Methods* », International Journal of Business and Management; Vol. 15, No. 12, 2020.

FERRY C., « *Portée des clauses d'inaliénabilité ayant pour objet des actions* », Dr. sociétés, n° 7, Juillet 2010, étude 12.

FERRY C., « *Validité des clauses d'inaliénabilité portant sur des actions* », JCP E, 1327, n° 13-14, 1er Avril 2010.

FEYEN E., FROST J., GAMBACORTA L., NATARAJAN H., SAAL M., « *Fintech and the digital transformation of financial services : implications for market structure and public policy* », Bis Papers No 117, July 2021.

FEYEN E., KAWASHIMA Y., MITTAL R., « *The ascent of crypto-assets: evolution and macro-financial drivers* », World Bank Blogs, April 5 2022.

FISCH C. S. VISMARA S., C. MASIAK C., BLOCK J.H., « *Motives and profiles of ICO investors* », Journal of Business Research, Elsevier, vol. 125(C).

FLANDIN G., GRUDE P., « *Management package : salaire ou capital ? Le point sur les dernières évolutions en matière de requalification* », Rev. Lamy dr. aff., N° 134, 1er février 2018.

FLICHE O., J. URI J., M. VILEYN M., « *Finance décentralisée ou désintermédiée : quelle réponse réglementaire* », Document de réflexion, ACPR, avril 2023.

FORSCHBACH T., « *Validité des promesses d'achat de droits sociaux au regard de l'interdiction des clauses léonines* », Dalloz, 250, 1990.

FOY R., « *Bons de souscriptions d'actions* », Répertoire des sociétés, Dalloz, n°85.

FRANCOIS B., « *Les nouveaux modes de sollicitation des investisseurs* », Rev. soc. 2019. 630.

FRANCOIS V., « *Les dynamiques entrepreneuriales d'une spin off universitaire en phase d'émergence et lauréate du concours BPI* », Rev. de l'Entrepreneuriat, Vol. 14, 2015/1.

FRISON-ROCHR M.-A., BERGER P., « *Les liens juridiques entre l'incubateur et l'incubé : le contrat d'incubation* », RDBF n° 2, Mars 2000, dossier 100014.

G GERMAIN M., PERIN P.-L., AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées, Direction, contrôles* », Fasc. 155-20, JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 5 juin 2021, n°4).

CHERTOUX G., ZENOU E., « *Gouvernance et dynamique de l'actionnariat en situation entrepreneuriale : le cas des Business Angels* », Rev. de l'Entrepreneuriat, vol.5, 2006/1.

GABAI K., « *Analyse financière* », Étude Joly Bourse, 7 janvier 2022.

GABAI K., « *Distribution transfrontalière des fonds d'investissement dans l'UE : le nouveau cadre se dessine* », Issu de Bull. Joly Bourse- n°04, 1er juillet 2020.

GABISON G.A., « *Understanding Crowdfunding and its Regulations* », JRC Science and policy report, European Commission, 2015.

GABRIELLI D., HOSNI-FELLAH M., OUNG V., « *Les incidences de la réforme de l'usure sur les modalités de financement des PME* », Bull. de la Banque de France, Janvier 2007.

GALLOIS-COCHET D., « *Associé* », Joly Études Société, 1er mai 2021.

GARDES N., MACHAT K., « *Pour une approche innovante du financement relationnel en PME* », Innovations 2013/1.

GATSI J., CASTILLO-WYSZOGRODZKA S., « *Vente commercial – obligation de délivrance – mise à disposition de la chose* », Fasc. 290, JCl. Commercial, date d'actualisation : 6 juillet 2023.

GAVALDA C., STOUFFLET J., « *La loi bancaire du 24 janvier 1984* », JCP G, n° 3, 16 Janvier 1985, doct. 3176.

GAVANON I., « *Le nantissement de logiciel dans la loi du 10 mai 1994 : quelques commentaires sur une sûreté version bêta* », JCP N, n° 4, 26 Janvier 1996.

GEIGER C., BOYER J., « *L'accord de confidentialité dans la pratique des affaires* », Contrats Concurrence Consommation n° 3, Mars 2016, alerte.

GERARD-GODARD B., « *Sûretés, Les différents régimes juridiques du nantissement des titres sociaux* », JCP N, 1144, n° 17, 29 avril 2011.

GERBER E. M., HUI J. S., KU P., Crowdfunding: « *Why People Are Motivated to Post and, Fund Projects on Crowdfunding Platforms* », Computer Supported Cooperative Work, 2012.

GERMAIN M., « *Synthèse - Administration, direction et contrôle de la société anonyme*, JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 12 juillet 2023.

GERMAIN M., PERIN P.-L., « *L'exclusion statutaire des associés de SAS* », Bull. Joly Sociétés - n°12 - p. 1016, n°1).

GERMAIN M., PERIN P.-L., AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées. – Organisation des rapports entre associés. – Clauses statutaires relatives à la cession d'actions* », Fasc.155-30, JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 10 octobre 2022

GERMAIN M., PERIN P.-L., AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées, Création, Constitution directe d'une société nouvelle* », JCl. Sociétés Traité, Fasc. 155-110, date d'actualisation : 1^{er} juillet 2019,

GERMAIN M., PERIN P.-L., AZARIAN H., « *Sociétés par actions simplifiées, Création, Constitution directe d'une société nouvelle* », JCl. Sociétés Traité, Fasc. 155-110, date d'actualisation : 1^{er} juillet 2019.

GIBEAU Bertrand, « *AIFMD : entre obligations réglementaires et nouvelles opportunités business* », Bull. Joly Bourse- n°01, 31 janvier 2014.

GIBIRILA D., AZARIAN H., « *Sociétés – Constitution des sociétés : formalités* », Fasc. 1007, JCl. Commercial, 15 octobre 2021, n°10

GIRARD C., DEFFAINS-CAPSKY C., « *Les mécanismes de gouvernance disciplinaires et cognitifs en Equity Crowdfunding : Le cas de la France* », Finance Contrôle Stratégie, September 2016.

GLOTIN M.-C., « *Sociétés anonymes, Émission d'obligations "ordinaires", Commentaires* », date d'actualisation : 24 janvier 2022.

GODON L., « *Société par actions simplifiée* », Bulletin Joly Études, 7 février 2019.

GOLTIN V., « *Le financement des PME et la réforme de Bâle II* », in : Banque de France, *Le financement des PME et de la réforme de Bâle II*, » Bulletin de la Banque de France, Septembre 2007.

GOMPERS A. P., s », Business and economic history, Volume 23, no. 2 Winter 1994.

GOMPERS P., GORNALL W., KAPLAN N. S., STREBULAEV A. Ilya, « *How do venture capitalist make decisions* », Journal of Financial Economics. Vol. 135, Issue 1, January 2020.

GOODCHILD, A. HERRING C., MILOSEVIC Z., « *Business contracts for B2B* », (disponible sur www.researchgate.net), April 2000.

GORE I., *Valuation of crypto-assets*, (disponible sur www.researchgate.net), May 2020.

GRAHAM A., « *Revenue-based financing in VC : A Study on Playing Averages Over Home Runs* », Toptal.

GRANIER T., « *235. Le retour en grâce du modèle que constitue le « marché réglementé ?* », Bull. Joly Bourse, n°12, 1er décembre 2012, p. 550 ;

GRANIER T., « *Démarchage bancaire et financier* », Études Joly Bourse, 15 avril 2023.

GRANIER T., « *La notion d'appel public à l'épargne* », Rev. de sociétés 1992, p. 687.

GRANIER T., « *Offre de titres au public et admission de titres aux négociations sur un marché réglementé* », JCl. Banque, Crédit, Bourse, Fasc. 1610, date d'actualisation 31 octobre 2013.

GRANIER T., « *Synthèse – Actions* », JCl. Sociétés Traité, 7 septembre 2023.

GRANIER T., BRIGNON B., « *Action de priorité* », 1805, JCl. Banque, Crédit, Bourse, date d'actualisation : 23 janvier 2015.

GRANIER T., « *Le statut des plateformes de souscription des titres financiers* », Bull. Joly Sociétés, n°12, p. 750, 1^{er} décembre 2014.

GRANIER T., Synthèse, « *Titres de créance, titres composés, contrats financiers* », JCl. Société Traité, Date d'actualisation 21 juin 2022.

GRÉAU Fabrice, « *Intérêts des sommes d'argent* », Rép. civ., Dalloz, Octobre 2016, date d'actualisation : juin 2023.

GRELNON B., « *Le nouveau droit commun des valeurs mobilières donnant accès au capital* », Rev. soc., 1^{er} juillet 2004.

GUEGAN D., « *The Digital World I – Bitcoin for history to real life* », Ces Working Papers, Documents de Travail du Centre d'Economie de la Sorbonne, 2018.

GUENGANT A., DAVODET D., ENGEL P., VENDEUIL S., LE PAVEC S., « *Actions de préférence, Questions de praticiens (1re partie)* », JCP E, 1045, n° 27-28, 7 Juillet 2005,

GUILHON B., MONTCHAUD S., « *Le capital à risque et les jeunes entreprises innovantes : problématique et enjeux* », Rev. internationale PME, in : *Les stratégies de croissance des jeunes entreprises de haute technologie*, volume 16, numéro 3-4, 2003.

GUSSEN B., « *Informal Venture Capital : consilium nexus* », 2003, p. 50 et 51 Sur les clauses employées par les *business angels* : DARIAN M. Ibrahim, « *The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors* », Vanderbilt Law Review, Vol. 61, p. 1405, 2008, Arizona Legal Studies Discussion Paper No. 07-16.

GUTIÉRREZ S., SAEZ M. I., « *The promise of reward based crowdfunding* », ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper N° 542/2017, January 2018.

GUYON Y., « *Caractères d'ordre public du droit de vote dans les sociétés par action* », JCP E, n° 16, 22 Avril 1999.

GUYON Y., « *Les droits des titulaires d'obligations remboursables en actions* », La Semaine Juridique Edition Générale, 22522, n° 43, 25 Octobre 1995.

HANDKE C., DALLA CHIESA C., « *The art of crowdfunding and innovation : the cultural economic perspective* », Journal of Cultural Economics, 46, 2022.

HANNOUN C., GENZOUY Y., « *Terme* », Rép. Civ, octobre 2017, date d'actualisation : avril 2023vriier 2020.

HAYEZ S., F. SAVEL F., « *Bpifrance : entreprises et territoires* », Revue. d'économie financière», 132°, 2018/04.‡

HEGE Ulrich, « *L'évaluation et financement des start-up d'internet* », Rev. économique Vol. 52., 2001/7.

HEGE Ulrich, PALOMINO F., SCHWEINBACHER A., « *Venture Capital Performance: The Disparity Between Europe and the United States* », Finance, Vol. 30, 2009/1.

HEINES R., JUNG R., « *The Tokenisation of Everything : Towards a Framework for Understanding the Potentials of Tokenised Assets* », Association for Information SystemsAssociation for Information System, 7 décembre 2021.

HEINICH J., « *Pacte extrastatutaire, promesse de vente et condition potestative* », Rev. soc., 303, 2018.

HELLMANN F. T., «*The Allocation of Control Rights in Venture Capital*», The Rand Journal of Economics, February 1998.

HELLMANN T. F., PURI M., « *The Interaction between Product Market and Financing Strategy : The Role of Venture Capital,* » Review of Financial Studies , Vol 13, Issue 24, Winter 2000.

HERBAT I., HAMINE V., « *La France, nouvelle terre promise des ICO* », Dr. et patrimoine, N° 290, 1er avril 2019.

HERKING A., « *Increased understanding of buyer and seller negotiations (B2B) : the influence of variable pay on negotiation behaviour* », University of Twente, 2020.

HOGAN, T., *Defining university spin offs*, New Technology Based Firms in new millennium, 8-23, January 2010.

HOOGHIEMSTRA S.N., « *The European Crowdfunding Regulation – Towards harmonization of (Equity and lending based) Crowdfunding in Europe ?* », SSRN Electronic Journal, August 22, 2020.

HOOGHIEMSTRA S., « *The Perfect Regulation of Crowdfunding : What Should the European Regulator Do ?* », in : *Crowdfunding in Europe* », January 2016..

HORNUF L., SCHILLNING T., SCWHEINBACHER A., « *The relevance of investor rights in crowdfunding* », Journal of Corporate Finance, Vol. 77, December 2022.

HORVATH Michael T.K., « *Entrepreneurship class note: Overview of venture capital and start-up financing* », SSRN Electronic Journal, 27 February 2002.

HOVANIEN C., « *Garantie légale de conformité : coup de projecteur sur les nouvelles obligations entrées en vigueur depuis le 1er octobre 2022* », Rev. Lamy dr. aff. n°187, 1^{er} décembre 2022.

HOVASSE H., « *L'introduction des PME au second marché* », Bull. Joly Sociétés, n°10, 1er octobre 1998.

HOVASSE H., « *Suppression du marché hors cote* », Dr. sociétés, 1998, comm. n° 15 ;

HOVASSE H., LE NORMAND-CAILLERE S., « *Bons de caisse* », JCl. Sociétés Traité, Fasc. 1950, date d'actualisation : 25 mai 2022.

HOWELL S.T., NIESSER M., YERMACK D., « *Initial Coin Offerings : Financing Growth with Cryptocurrency Token Sales* », The Review of Financial Studies 33, vol. 9, 2020.

HUGUET H., « *Sociétés Anonymes, assemblées d'actionnaires – commentaires* », Fasc. K-225, JCl. Sociétés Formulaire, date d'actualisation : 1er juillet 2021.

RIASSETTO I., STORCK M., « *OPC – Produits – FIA* », Joly Bourse Études, date d'actualisation : 23 février 2023.

IBRAHIM D.M., « *Crowdfunding Signals* », William & Mary Law School Scholarship Repository, Faculty Publications, 2018, p. 214, 218, 2019 et 2021.

IDOT L., « *Opérations d'initiés* », Europe n° 2, Février 2010, comm. 75.

IMIKIRENE K., « *Médiation et ressources sociales dans la création d'une spin-off universitaire, Enquête exploratoire sur le processus d'incubation* », Université de Nancy, soutenu le 10 décembre 2008

ISENBERG D., « *The Road to Crowdfunding Hell* », Harvard Business review, 23 April 2012.

IZQUERIDO F. J., MUNOZ S., RUBIO A., ULLOA C., « *Impact of capital regulation on SMEs credit* », BBVA Research, Working paper, January 2017.

HERMER J., « *A snapshot on crowdfunding* », Arbeitspapiere Unternehmen und Region, Fraunhofer ISI, No. R2/2011,

JAMET V., TELLER M., « *La directive transparence : étape décisive vers un big-bang annoncé de l'information financière* », Bull. Joly Bourse, n°04, 1er juillet 2004.

JABOULEY T., LEFAILLET C., RICARD L.-N., « *Droit boursier et des marchés* », JCP E, 1182, n° 15, 11 Avril 2019.

JALLAIMON C., « *Une histoire du crédit non bancaire : la société en commandite simple aux XVIIIe et XIXe siècles* », RDBF n° 2, Mars 2019, dossier 14,.

JOFFRE O., TRABLES D., « *Le crowdfunding, Concepts, réalités et perspectives* », Rev. française de gestion – n° 273/2018.

JOUFFIN E., « *Démarchage et vente à distance de produits et services financiers : principes généraux* », D. 2006.

JULIENNE J., « *Le droit européen du financement participatif* », RDBF n° 2, Mars 2021.

JULIENNE M., « *Sûretés - Réforme des sûretés : le nantissement de créance après l'ordonnance du 15 septembre 2021* », JCP N, 1333, n° 47, 26 Novembre 2021.

K., FILBECK G., KIYMAZ H., *Private Equity : Opportunities and Risks*, Oxford University Press, 2015.

KAPLAN N S., STORMBERG P., « *Characteristics, contracts and actions, evidence from venture capitalist analysis* », Working Paper 8764, National Bureau of Economic Research, February 2002.

KAPLAN N. S., STROMBERG P., « *Venture capitals as principals : contracting, screening, monitoring* », American economic review, May 2001.

KEITA B., « *Le caractère précis de l'information privilégiée* », LPA, n°36, p. 18, 19, février 2014.

KENDERIAN Fabian, « *La contribution aux pertes sociales* », Rev. soc., 617, 2002.

KERR R. William, NANDA Ramana, « *Financing innovation* », National Bureau of Economic Research, Working paper 20676, 2014.

KERRIGAN C., « *The benefits of revenue-based lending* », September 2020.

KHIARI S., KHELIL N., ZOUAOUI M., SMIDA A. « *Représentations que se font les dirigeants de la performance de leur jeune entreprise technologique innovante (JETI). Approche exploratoire basée sur la cartographie cognitive* », Rev. de l'Entrepreneuriat, Vol. 10, 2011/03.

KILGUS N., « *Client non-professionnel et opérateur non-averti : deux notions distinctes* », La Semaine Juridique Edition Générale, 397, n° 15, 15 avril 2019.

KISS : COYLE F. J., GREEN M. J., « *The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing* », Contracts, 103 Minnesota Law Review Headnotes 42 (2018), UNC Legal Studies Research Paper, 13 August 2018.

KLING D., « *La transparence et les marchés financiers, Tendances actuelles* », Rev.s des Juristes de Sciences Po, 102 n° 9, Juin 2014.

KNOTT M., STRICH F., STRUNK K., MAYER A-S., « *Uncovering potential barriers of using initial coin offerings to finance artistic projects* », Journal of Cultural Economics, 46, 8 April 2022.

KOREAMAKI T., TAKALO T., « *Valuation of Innovation: The case of iPhone* », Bank of Finland Research Discussion papers, 24, 2012.

KOZT H.-H., VAYSSET G., « *Risque systémique, Introduction* », Rev. d'économie financière, 2011/1.

LAAS D., SIEGEL C., « *Basel Accords versus Solvency II : Regulatory Adequacy and Consistency under Postcrisis Capital Standards* », (disponible sur www.ssrn.com), 20 February 2014.

LABBOZ B., « *Le nouveau marché : organisation, statut, modalités d'admission* », Bull. Joly Bourse- n°02, 1er mars 1996.

LABIDI M., OMRI MOHAMED A., « *Utilité des informations sur les actifs immatériels pour les décisions d'investissement et d'évaluation des actions nouvellement émises : une enquête par questionnaires dans le contexte français* », Management & Avenir, n°88 2016/6.

LACAN C., « *Comment une plateforme sélectionne-t-elle ses projets ? Comparaison entre le financement participatif basé sur les contreparties et le prêt* », Conférence : 16^{ème} Journées Normandes sur la Consommation : Société et Consommation, November 2017.

LACROIX F., DIMITRIJEVIC M., « *Plateformes de crowdfunding : quel statut pour quelles opérations ?* », Bull. Joly Bourse, n°06, 1er juin 2015.

LAGNEAU-YOMONET P., RIVA A., « *La bourse dans une économie financiarisée* », IV. Le grand renversement ; V. Encadrement et décloisonnement (1945-1988) Splendeurs et misères de l'économie administrée in : *Histoire de la Bourse*, 2012.

LAMAZEROLLES E., « *Faire exécuter les conventions de vote entre associés* », JCP E, 1234, n° 18, 6 Mai 2021,

LAPRADE F., M., « *Admission aux négociations* », Bull. Joly Bourse- n°05, 1er septembre 2007.

LARS H., T. SCHILLING T., SCWHEINBACHER A., « *Are Equity Crowdfunding Investors Active Investors* », CESifo Working Paper, No. 7884, March 2020.

LASERRE CAPDEVILLE J., DE RAVEL D'ESCLAPON T., « *Société en nom collectif* », Étude Joly Sociétés, 15 juin 2022.

LASSERRE CAPDEVILLE J., « *Le devoir d'information comme moyen de protection des investisseurs en France* », Rev. Lamy dr. aff., N° 82, 1er mai 2013.

LASSERRE-CAPDEVILLE J., « *Le prêt usuraire* », Rev. Lamy dr. aff., N° 31, 1er octobre 2008.

LASSERRE-CAPDEVILLE J., « *Les incidences sur le monopole bancaire et le monopole des prestataires de services de paiement de l'ordonnance sur le financement participatif* », Gaz. Pal. 18 sept. 2014.

LASSERRE-CAPDEVILLE J., ROUSSILLE M., « *Crédit, Généralités et crédits aux entreprises* », Synthèse, JCl. Banque, Crédit, Bourse, date d'actualisation : 8 novembre 2019.

LE BIARD B., « *Réforme de l'appel public à l'épargne : entrée pragmatique du droit français dans l'ère de l'offre au public de titres financiers* », D., 11 juin 2009.

LE CANNU P. ; HEINICH J. ; DELVALLÉE J., « *Société par actions simplifiée, Titres émis par la SAS* », Répertoire des sociétés, n°257, date d'actualisation : juillet 2023.

LE CANNU P., « *Définition des personnes tenues à l'information due par les sociétés cotées* », Bull. Joly Bourse, n°02, 1er mars 1996.

LE FUR A.-V., « *Le crowdfunding : Le cadre juridique national et le futur cadre juridique européen* », Dr. et patrimoine, N° 274, 1er novembre 2017.

LE MOIGN C., « *French ICOs – A new method of financing ?* », November 2018..

LE NABASQUE H., « *Les incidences de la loi PACTE sur le financement des sociétés par actions* », Bull. Joly Sociétés, 1^{er} juin 2019.

LE NABASQUE H., « *Réforme de l'offre au public de titres financiers : impact pour les sociétés qui ne peuvent pas offrir au public leurs titres financiers* », Bull. Joly Sociétés, n°12, 2019.

LE NABASQUE H., « *Réforme du rachat des actions de préférence* », RDBF n° 6, Novembre 2014.

LE NABASQUE H., « *Réforme de l'appel public à l'épargne par le projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie* », RDBF, 147, n° 4, Juillet 2005.

LE NORMAND-CAILLERE S., « *Les bons de caisse les instruments de financement rénovés au service de entreprises* », Dr. sociétés, n° 12, Décembre 2017, étude 12.

LECOURT A., « *Obligation – Obligations donnant accès aux titres de capital ou de créance* », », Dalloz, Répertoire des sociétés, date d'actualisation : avril 2021.

LEGAIS D., « *Open banking : menace ou opportunité pour les banques ?* », RDBF, n° 5, Septembre 2017

LEGEAIS D., « *Responsabilité du banquier fournisseur de crédit* », Fasc. 500, JCl. Banque, Crédit, Bourse, date d'actualisation : 10 mars 2022.

LEGEAIS D., « *Fiducie– Fiducie-sûreté* », Fasc. 10, JCl. Notarial Formulaire, date d'actualisation : 9 décembre 2022.

LEGEAIS D., « *L'absence droits attachés aux titres de capitaux : L'avènement d'une nouvelle catégorie de biens : les actifs numériques* », RTD Com., 2019.

LEGEAIS D., « *Les actions en soutien abusif* », Rev. proc. coll., n° 4, Juillet 2013, dossier 27.

LEGEAIS D., « *Portée de l'intervention de Bpifrance (ex OSEO) pour les financements et leur cautionnement* », JCP E, 1532, n° 40, 6 Octobre 2016.

LEGAIS D., « *Nantissement de créance* » Fasc.40, Jurisclasseur Notarial Formulaire, date d'actualisation : 15 novembre 2021.

LEGEAIS D., « *Synthèse - Garanties du crédit, JCl. Commercial* », date d'actualisation : 1^{er} mars 2023, n°2

LEGROS J.-P., « *Sauvegarde, redressement et liquidation judiciaires. – Sort des associés* », JCl. Commercial, Fasc. 2394, 15 mars 2020.

LERNER J., NANDA R., « *Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn* », Working paper 20-131, Harvard Business school, 2020.

LESIEUR G., « *Réforme de la cote Euronext : honneur aux mid et small caps !* », LPA - n°55, 18 mars 2005.

LEVI A., « *Le fonds de commerce électronique : des solutions classiques dans un contexte novateur* », 257, date d'actualisation : 12 avril 2023.

LEVI A., « *Le régime juridique du fonds de commerce électronique : problématique et perspectives* », 260, Lamy droit commercial, date d'actualisation : 12 avril 2023.

LEVRATTO N., RAMADAN M., TESSIER L., *Les « business angels », révélateurs, plus que moteurs, de l'engagement des entreprises dans l'innovation, Business Angels and Innovation, a Double-Sided Relationship* », Rev. d'économie industrielle, 1er trimestre 2017.

LI.MANN W. « *Initial coin offerings and platform building* », 31 August 2019;

LIBERI J.-M., PETERSEN M., « *Information : Hard and soft* », Review of Corporate Finance Studies, Vol 8, Issue 1, March 2019,.

LIN I., « *Managing Risks of Equity Crowdfunding : Lessons from China* », Journal of Corporate Law Studies, 2017.

LIPUSCH N., DELLERMANN D., OESTE-REIß S., EBEL P., « *Innovating Beyond the Fuzzy Front End: How to Use Reward-Based, Crowdfunding to Co-create with Customers* », Proceedings of the 51st Hawaii International Conference on System Sciences, 2018.

LOCARSKI I., HORST ter J., VELD C., « *Why do companies issue convertible bonds ? A review of theory and empirical evidence, Advances in Corporate Finance and Asset Pricing* », SSRN Electronic Journal, 2006.

LOISEAU G. « *L'ordonnance du 29 septembre 2021 : un texte fondateur d'un droit des contrats portant sur les biens et services numériques* », Communication Commerce électronique n° 12, Décembre 2021, étude 21.

LOISEAU G., « *Le Digital Services Act* », Communication Commerce électronique n° 2, Février 2023, étude 3.

LOISEAU G., « *Une efficacité limitée* », 242-79, Lamy droit des sûretés, date d'actualisation : 20 mai 2020

LOUNES M., « *Dynamisme du capital-risque américain : l'IPO n'est plus la voie de sortie préférée* », Vie & sciences de l'entreprise, n°185-186, 2010/3-4.

LU L., « *Promoting SME Finance in the Context of the Fintech Revolution : A Case Study of the UK's Practice and Regulation* », Banking and Finance Law Review (2018), Vol. 33(3), October 2018.

LUCAS A., F. MACREZ F., « *Droit d'auteur, exploitation des droits – Nantissement du droit d'exploitation de logiciel (CPI. L.132-34)* », Fasc. 1360, JCl. Propriété Littéraire et artistique, date d'actualisation : 1^{er} mai 2021.

LUCAS A., MACREZ F., « *Droit d'auteur, exploitation des droits* », Fasc. 1360, JCl. Propriété Littéraire et artistique, date d'actualisation : 1^{er} mai 2021.

LUCAS F.-X., « 321. *L'exécution forcée des conventions de vote* », Bull. Joly Sociétés - n°07, 1er juillet 2011.

LUCAS F.-X., « *Du contrat de société au contrat d'investissement* », RDBF n° 2, Mars 2005, étude 5.

LUCAS F.-X., CAFFIN-MOI M., « *Théorie de bénéfices et des pertes - Clauses léonines* », Fasc. 15-30, JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 26 mars 2013.

LUCAS, F.-X., PETOT-FONTAINE M., « *Théorie des bénéfices et des pertes, Bénéfices, économies et perte* », JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 17 novembre 2015.

LUCCHESI M., « *Ordonnance du 22 décembre 2021 sur le financement participatif : impact du règlement européen sur le crowdfunding en droit français* », RDBF n° 2, Mars 2022, étude 2, p. 3, n°25 à 28.

LUX M., PEAD J., « *Hunting High and Low: The Decline of the Small IPO and What to Do About It* », Harvard Kennedy School, M-RCBG Associate Working Paper Series, No. 86, April 2018.

LISSOWKA M., « *Crowdfunding – the Interplay between Evolving Organization and Embedding Institutions* », Accounting, Economics, and Law: A Convivium, De Gruyter, vol. 11(3), December 2021

MACCHIAVELLO E., VALENTI C., « *Beyond the ESCPR and financial-return: the regulation of donation and reward-based crowdfunding in the EU* », In : *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business* (Forthcoming), (disponible sur : <https://papers.ssrn.com>), Chapter 40, 27 July 2022.

MACHTS S. A., WEATHERSON J., « *The benefits of online crowdfunding for fund-seeking business ventures* », Strategic Change, 1st February 2014.

MAHEY N., « *Le devoir de mise en garde du banquier à l'égard de l'emprunteur professionnel* », JCP E, 1542, n° 29, 21 Juillet 2011.

MAHIEU M.-É., MAS V., FERRAND J.-B., « *Cautionnement* », Fasc.740, date d'actualisation : 1^{er} janvier 2023.

MAHIEU M.-É., MAS V., FERRAND J.-B., « *Cautionnement* », Fasc.740, date d'actualisation : 1^{er} janvier 2023.

MAHIEUR X., « *Choix du financement externe en fonds propres des PME et ETI : private equity ou Bourse* », Rev. d'économie financière, n°121, 2016/1.

MANSON C., « *Entreprises à capital intégralement public* », Fasc. 178-25, JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 10 octobre 2018, n°15 ;

MANSUY F., « *Assemblées d'actionnaires – Règles communes à toutes les assemblées – Tenue de l'assemblée* », Fasc. 136-35. JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 21 décembre 2020.

MARCHETEAU D., « *Capital-risque – Création* », Fasc 2300, JCl. Banque – Crédit – Bourse, date d'actualisation : 21 mai 2019.

MARCHETEAU D., MAYA-HUREL C., SEVEGRAND P.-L., MOREAU C., « *LBO (Leverage buy out)* », Fasc. 2310, 19 juin 2019.

MARECHAL A., « *Les ICOs, vers quelle régulation ?, Le dilemme de la réglementation des ICO : la solution innovante proposée par l'AMF* », Rev. Lamy dr. aff., N° 140, 1er septembre 2018.

MARIOT A., « *Affectio societatis* », Fasc.20-10, JCl. Sociétés Traité, date de mise à jour : 21 septembre 2016.

MARLY P.-G., « *Entreprises d'assurance* », Fasc. 504-60, JCl. Responsabilité civile et Assurances, date d'actualisation : 5 mars 2020.

MAROTHEL M.-T., « *Création du PEA-PME* », 205-357, Lamy patrimoine, date d'actualisation : 19 octobre 2021.

MAROTHEL M.-T., « *Titres admis au régime du PEA* », 205-85, Lamy patrimoine, date d'actualisation : 19 octobre 2021.

MARTIN D., BUGÉ G., « *272. L'exécution des pactes sur les marchés* », Bull. Joly Sociétés, n°07, 01 juillet 2011.

MARTIN-SERF A., « *Sauvegarde, redressement et liquidation judiciaires. – Effets à l'égard des créanciers obligataires et autres prêteurs de capitaux* », Fasc. 2396, date d'actualisation : 15 mars 2020.

MARTIN J., THEBAULT D., « *Service public à caractère industriel et commercial* », Fasc. 150-1, JCl. Administratif, date d'actualisation. : 26 avril 2016.

MARTY G., « *MIF 2 et la commercialisation des instruments financiers* », Bull. Joly Bourse, n°06 1^{er} novembre 2018.

MASIAK C., BLOCK J.H., MASIAK T., NEUENKIRCH M., PIELEN K.N., « *Initial coin offerings (ICO) : market cycles and relationship with bitcoin and ether* », Small Business Economics, 55, 23 May 2019

MASSART T., « *Vive le capital-risque sans risque* », Bull. Joly Sociétés, n°4, 1^{er} avril 2001.

MATHEY N, « *Période précontractuelle – Les négociations* », JCl. Contrats - Distribution, date d'actualisation : 14 octobre 2021.

MEDUS J.-L., « *Management package et Sweet equity* », Dr. fisc. n° 50, 14 Décembre 2017.

MEDUS J.-L., 215. « *Le salarié ou dirigeant-actionnaire : réflexions sur la fiscalité des management packages* », Bull. Joly Sociétés , n°05, p. 453, 1^{er} mai 2012.

MEJRI I., HAMOUDA M., TARBLESI D., « *Crowdequity and Crowdlending: two alternative funding solutions for entrepreneurial ventures. The case of the French firm Gifts for change* », E 2017: 7th Annual International Conference on Innovation and Entrepreneurship, Nov 2017.

MENDELSON M., « *From Initial Coin offerings to Security Tokens : A U.S. Federal Securities Law Analysis* », 22 stan. tech. l. rev. 52, 2019.

MERVILLE A.-D., COHEN-BRANCHE M., « *Informers, mettre en garde, éclairer ou conseiller : des obligations distinctes mais dont l'exécution doit toujours être prouvée par celui qui en est tenu* », Bull. Joly Bourse n°07, 1^{er} juillet 2011.

MERVILLE A.-D., ROUSSILLE M. « *Conformité des prestataires de services d'investissement* », Bull. Joly Bourse, date d'actualisation : 7 janvier 2022.

MESSAI-BAHRI S., ROUSSILLE M., « *Pactes d'associés (et pactes d'actionnaires)* », Études Joly Sociétés, 9 juin 2022.

MESSARI-Bahri S., ROUSSILLE M., « *Pactes d'actionnaires* », Études Joly Bourse, date d'actualisation : 19 septembre 2019.

MESSICA., « *Valuation of High-Risk High-Technology Ventures* », SSRN, 4 octobre 2006.

MESSIE P., « *Description, Analyse et perspectives d'évolution de la structure et du contenu des white papers relatifs aux ICO* », Bull. Joly Bourse, n°03, 1^{er} mai 2015.

MEYER S., UHR C., JOHANNING L., « *Private investors and the neo-brokers : does payment for order flow harm private investors* », University of Southern Denmark, 2021.

MICHINEAU M., « *Actions* », Joly Études Sociétés date d'actualisation 2 mai 2022.

MICHINEAU M., « *Augmentation de capital* », Études Joly Société, date d'actualisation : 2 mai 2022.

MICHINEAU M., « *Valeurs mobilières donnant accès au capital* », Études Joly Sociétés, date d'actualisation : 2 mai 2022..

MIGNOT M., « *Vente – obligations du vendeur – délivrance : généralités, étenudue* », JCl. Civil Code, Art 1603 à 1623, date d'actualisation : 7 février 2023.

MODL M. M., « *Is Wisdom of the Crowd a Positive Signal : Effects of Crowdfunding on Subsequent Venture Capital Selection* », Max Planck Institute for Innovation and Competition Research Paper No. 18-15, 2019.

MOMTAZ P.P., « *Entrepreneurial Finance and Moral Hazard: Evidence from Token Offerings* », Journal of Business Venturing, Forthcoming (disponible sur papers.ssrn.com), 8 juin 2020.

MONDHIER C., « *Le capital-risque pour le financer la croissance et l'emploi* », Rev. Banque, 2008.

MORITZ A., BLOCK J., LUTZ E., « *Investor communication in equity-based crowdfunding: a qualitative-empirical study* », Qualitative Research in Financial Markets, Vol 7, n°3, 19 January 2015.

MORTIER R., « *De l'art d'expulser un associé sans encombre* », Dr. sociétés, n° 12, Décembre 2014, comm. 182..

MORTIER R., DE VENDEUIL S., « *Loi Pacte – La réforme des actions de préférence* », JCl. Sociétés Traité, date d'actualisation : 27 juin 2019.

MOUSSAVOU J., « *Asymétries d'information et crowdfunding, Le cas du financement de projets entrepreneuriaux* », Rev. française de gestion n°268, 2017/07, p. 65.

MOUBSIT H., « *Les clauses d'inaliénabilité en droit des sociétés* », Rev. Lamy dr. aff., N° 86, 1er octobre 2013 ;

MOULIN J.-M., « *Sociétés anonymes-Droits des actionnaires* », Fasc. 1484, JCl. Commercial, date d'actualisation : 20 janvier 2023.

MOULIN J.-M., GALOKHO, « *Sociétés anonymes - Gouvernance des sociétés* », Fasc. 1350, 20 avril 2020.

MOULIN J.-M., « *Actions de préférence* », LPA, n°189, 22 septembre 2005.

MOULIN J.-M., « *Le marché européen du financement participatif accède à la vie juridique* », Bull. Joly Bourse, n°06, 11 novembre 2020,

MOULIN J.-M., « *Régulation du crowdfunding : de l'ombre à la lumière* », Bull. Joly Bourse, n°07-08, 1^{er} juillet 2014.

MOULIN J.-M., « *Responsabilité des banques en matière commercialisation des produits financiers* », RDBF n° 2, Mars 2010, étude 7.

MOXOTO A.C., MELO P., SOUIKIAZIS E., « *Initial Coin Offering (ICO): A systematic review of the literature* », Proceedings of the 54th Hawaii International Conference on System Sciences, 2021.

MSCHERIAKOFF A.-S., PRIEUR J., SUEUR V., « *Structure juridique de l'incubateur et statuts des personnels* », RDBF n° 2, Mars 2000

MULLER A.-C., « *Modification des règles du marché Alternext (SMN)* », RDBF, 178, n° 5, Septembre 2006, 1er septembre 2006.

MULLER A.-C., « *Offre au public, Prospectus* », Rev.soc., p.55 à 56, 2020.

MULLER A.-C., « *Nouveau règlement Prospectus, des avancées retardées à juillet 2019* », Rev. Lamy dr. aff., n°132, 1er décembre 2017.

NAKMOTO S., Bitcoin: « *A Peer-to-Peer Electronic Cash System* », (disponible sur : <https://bitcoin.org/>).

NEMESSANY V., « *Établissements publics de recherche – entreprises. Comment se construisent les relations d’approche et de maturation technologique ?*, Chapitre 8. », La Recherche et l’Innovation en France 2015.

NICHOLAS T., *The Origins of High Tech Venture Investing in America*, CFA Institute Research Foundation, 2016.

NOEL K., « *La liquidation préférentielle est-elle une énergie renouvelable ?* », RDBF n° 5, Septembre 2009, prat. 4

NOUY D., « *Les risques du shadow banking en Europe : le point de vue du superviseur bancaire* », Dans Rev. d’économie financière 2013/1.

OFIR M., SADEH I., « *ICO vs IPO: Empirical Findings, Information Asymmetry and the Appropriate Regulatory Framework* », Vanderbilt Law Review 525, 2021.

OHL D., « *Aspects de la réforme du droit des valeurs mobilières* », Bull. Joly Bourse, n°06, 1^{er} juillet 2004.

OHL D., « *Valeurs mobilières – Droit spécial des valeurs mobilières* », Répertoire des sociétés, septembre 2005 date d’actualisation : mars 2023.

OLEDO-WOLFSOHN A.-M., « *Nantissement sur créances et garanties tirées du régime général des obligations* », 287 – 13, Lamy droit des sûretés, date d’actualisation : 21 septembre 2023

OPHELE C., « *Cession de créance – formation* », Rép. civ., date d’actualisation : juin 2022.

PAILLER P., « *La distinction des tokens et titres financiers* », RDBF n° 3, dossier 10, Mai 2020.

PAILLER P., « *NFT - Non Fungible Tokens ou NFT : quelle régulation en droit financier ?* », RDBF n° 2, Mars 2022, alerte 35.

PAILLER P., « *Tokens –La distinction des tokens et des titres financiers* », RDBF n° 3, Mai 2020, dossier 10.

PALLERE DE N., GOULLET C., « *Motivations et rapports du crowlending, un financement innovant : le cas de deux franchiseurs* », Innovation, n°56, 2018/2.

PANDA S., « *Adequacy of agency theory in explaining the venture capitalist-entrepreneur relationship: A firm life-cycle perspective* », International Journal of Entrepreneurship and Small Business, Vol 34, n°3, January 2018.

PASTWA A.M., STRESTHA P., THEWISSEN J., TORSIN W., « *Unpacking the black box of the ICO white papers : a topic modelling approach* », Journal of Corporate Finance, 75, 8 June 2022.

PELLETIER J.D., « *Sur la transposition de la directive : Le droit de la consommation à l'ère du numérique* », Rev. des contrats, n°04, 16 décembre 2019.

PELLIER J.-D., « *Regard sur la directive dite Omnibus 2019/2161 du 27 novembre 2019* », Rev. des contrats, n°02, 11 juin 2020.

PELLIER J.-D., « *Regard sur la transposition de la directive Omnibus* », Rev. des contrats, n°02, 1er juin 2022.

PETIT B., ROUXEL S., « *Contrats et obligations – Dol, Art. 1137 à 1139* », JCl. Civil Code, date d'actualisation : 29 juillet 2022.

PETIT B., ROUXEL S., « *Contrat – Formation du contrat – Négociations, Art. 1112 à 1112-2* », JCl. Civil Code. Date d'actualisation : 29 juillet 2022.

PETRANCOSTA A., « *La protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital après l'ordonnance du 24 juin 2004* », RDBF n° 5, Septembre 2004, dossier 100068.

PICOD Y., « *Définition récente du consommateur en droit français* », 80, Lamy droit économique, date d'actualisation : 28 novembre 2022.

PICOD Y., « *Définitions de la directive 2011/83/UE sur les droits des consommateurs* », 72, Lamy droit économique, date d'actualisation : 28 novembre 2022.

PIERRE F. ESPEILLAC J., « *Réforme du droit des contrats et opérations M&A (1re partie) : du NDA à la binding offer* », Rev. Lamy dr. aff., N° 118, 1er septembre 2016.

PIETRANCOSTA A., « *La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance du 22 janvier 2009* », RTDF, 2009.

PIETRANCOSTA A., « *Offre au public de titres financiers et admission aux négociations sur un marché* », Bourse, date d'actualisation : 17 juin 2020.

PIETRANCOSTA A., « *Réforme du Nouveau marché* », RDBF n° 6, Novembre 2003, 242.

PIETRANCOSTA A., « *Promesses d'achat de droits sociaux et clauses « léonines » : critique d'une sollicitation excessive et hasardeuse de l'article 1844-1 du Code civil* », Rev. Lamy dr. aff., janvier 2006.

PITREANCOSTA A. et DES GROTTES M., « *La notion de "placement privé" abolie par le règlement Prospectus du 14 juin 2017 ?* », Bull. Joly Bourse, n° 117g7, 1^{er} janvier 2018.

POLZIN F., TOWOPEUS H., STAM E., « *The wisdom of the crowd in funding: information heterogeneity and social networks of crowdfunder* », *Small Business Economics*, 50, 25 January 2017.

PORACCHIA D., VELARDOCCHIO D., « *Le financement participatif par offre au public de titres financiers* », *Bull. Joly Sociétés*, 1^{er} décembre 2014.

POSCH L., MLADENOW A., C. Strauss, « *Reward based crowdfunding : successful signalling from an entrepreneur* », *International Conference on Computational Linguistics and Intelligent Systems*, 11-23 May 2022.

POULLE J.-B., KANNAN A., « *MIF II : la protection des investisseurs* », *RDBF* n° 6, Novembre 2014,

PRADO V., « *L'innovation financière au service du capital-risque* », *Bull. Joly Sociétés*, n°11. 1^{er} janvier 2003.

PRIEUR J., « *Quelles structures juridiques pour la création d'entreprise innovante ?* » *Dr. et patrimoine*, n° 96, 1er septembre 2001.

PUECH P., VAMPARYS X., « *Quelques éléments sur les clauses d'exclusivité dans les accords préliminaires de cession de droits sociaux* », *Bull. Joly Sociétés*, n°12, p. 1040, 1er décembre 2008.

RAMEAU C., « *Les business angels en France, Une force en émergence ?* », *Le journal de l'école de Paris de management*, n°63, 2007/1.

RANDOUX D. « *Aspects juridiques du désinvestissement : remise en cause de la prépondérance de la clientèle ?* », *JCP N*, 100596, n° 19, 11 mai 1990.

RANIER T., BRIGNON Bastien, « *Actions et titres de capital - Action à dividende prioritaire sans droit de vote* », Fasc. 1810, JCl. Banque – Crédit – Bourse, date d'actualisation : 27 février 2015.

RASSETTO I., « *La société de libre partenariat, un nouveau fonds d'investissement professionnel dans le paysage de la gestion collective française* », Bull. Joly Bourse- n°10, 1er octobre 2015.

RASSETTO I., DUGUAY N., « *AIFM, OPCVM, MIF : quel périmètre d'activités pour l'agrément des sociétés de gestion de portefeuille ?* », Bull. Joly Bourse, n°01, 31 janvier 2014

RAVEL D'ESCLAPON T., RONTCHEVSKY N., STORCK M., « *Loi PACTE : innovations et modifications en matière de droit financier* », RTD com. 2019.

RAYMOND G., « *Domaine d'application du droit de la consommation* », Fasc. 902, 31 janvier 2020.

RAYMOND G., « *Vente à distance* », Fasc. 3830, JCl. Contrats – Distribution, date d'actualisation : 3 octobre 2014.

REDIS J., CHERTOUX G., DMERENS F., PARE J.-L., « *Les déterminants de la stratégie d'investissement des business angels : le cas de la France* », Gestion 2000, Vol. 32, 2015/05.

REDIS Jean, « *Contribution à la connaissance de l'accompagnement à la levée de fonds destiné aux jeunes entreprises de croissance : le cas de la France* », Dans Rev. de l'Entrepreneuriat 2006/1.

REICHENBACH F., WALTER M., « *Signals in equity-based crowdfunding and risk of failure* », Finance Innovation 7, 54, 2021.

RENAUD J., « *Decentralised exchanges : The future of exchanges* », white paper, Square, January 2022.

REYGROBELLET A., « *Droit et pratique des baux commerciaux* », Dalloz action, 2017-2018.

RIASSETTO I., « *Distribution transfrontalière d'OPC : la directive Crossborder est transposée !* », Bull. Joly Bourse- n°05 - p. 23, 1^{er} septembre 2021.

RIASSETTO I., « *Gestion d'actifs : les principales modifications apportées par l'ordonnance no 2011-915 du 1er août 2011 et ses décrets d'application* », Rev. Lamy dr. aff., N° 64, 1er octobre 2011.

RIASSETTO I., « *Que faire pour accroître l'attractivité des fonds de capital-risque européen (EuVCA) et des fonds d'entrepreneuriat social européen (EuSEF) ?* », Bull. Joly Bourse, n°12, 1^{er} décembre 2015.

RIASSETTO I., « *Pour une commercialisation transfrontalière sans entrave des fonds d'investissement européens* », Bull. Joly Bourse- n°06 - p. 393, 1^{er} novembre 2018, spéc. n°4.

RIASSETTO I., STORCK M., « *Les règles de bonne conduite applicables aux sociétés de gestion de portefeuille* », Bull. Joly Bourse, n°1, 1^{er} février 2008.

RIASSETTO I., STORCK M., « *La séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille et celui d'entreprise d'investissement* », RDBF n° 4, Juillet 2017, étude 17.

RIASSETTO Isabelle, STORCK M., « *OPC - Produits – FIA* », Études Joly Bourse, date d'actualisation : 15 février 2017.

RIASSETTO Isabelle, STORCK Michel, « *La loi PACTE et la gestion collective* », de Bull. Joly Bourse- n°04, 1er janvier 2019.

RIBEIRO-NAVARRETE S., PIÑEIRO-CHOUSA J., ÁNGELES LÓPEZ-CABARCOS M., PALACIOS-MARQUÉS D., « *Crowdlending: mapping the core literature and research frontiers* », Rev Manag Sci 16, 9 June 2021.

RISAETTO I., STORCK M., « *OPC : présentation générale* », Études Joly Bourse, date d'actualisation : 5 mai 2022.

RODRIGUEZ K., « *Parts sociales* », Études Joly Sociétés, 16 juillet 2021.

ROGAN J., SARFATI G., « *Why German Entrepreneurs Seek Equity via Crowdfunding* », Revista da Micro e Pequena Empresa, Campo Limpo Paulista, v.12, n.2, 7 mai 2018.

RONTCHEVSKY Nicolas, « *Appel public à l'épargne* », RTD Com., 694., 1999

ROUAUD A.-C., 59. « *Les règles spécifiques aux PME* », Bull. Joly Bourse, n°03, 1^{er} mars 2012.

ROUAUD A.-C., « *Marchés réglementés et autres plateformes de négociation* », Études Joly Bourse, date d'actualisation 15 février 2022.

ROUIT V., « *Effet de la fiducie en cas de procédure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire du débiteur* », 293-120, Lamy droit des sûretés, date d'actualisation : 16 mai 2022.

ROUKNY T., « *Decentralized Finance : information frictions and public policies, Approaching the regulation and the supervision of decentralized finance* », FISMA, June 2022.

Round 2 Capital, «*Revenue based financing*», February 2020.

ROUTIER R., « *Les clauses de ratchet en droit des sociétés* », Bull. Joly Sociétés, n°8, 1^{er} août 2002.

ROUX H., ZILBERMAN A., « *Un premier élan vers la protection des données sensibles des entreprises françaises* », Rev. Lamy dr. aff., N° 141, 1er octobre 2018.

ROUZÉ, V., « *Crowdsourcing and Crowdfunding: The Origins of a New System?* ». In: ROUZÉ, V. (ed.) *Cultural Crowdfunding: Platform Capitalism, Labour and Globalization*, University of Westminster Press, 2019, p. 15–33.

SABATHIER S., « *Le nouvel investisseur en financement participatif* », RDBF n° 4, Juillet 2016, étude 21.

SAHUT J.-M., PERIS-ORTIZ M., TEULON F., « *Les start-up et PME à fort ou hyper croissance : comprendre les enjeux et les raisons de leur performance* », Rev. de l'Entrepreneuriat, n°2, Vol 18, 2019.

SAIEDI E., MOHAMMADI A., BROSTRÖM A., SHAFI K., « *Distrust in Banks and Fintech Participation: The Case of Peer-to-peer Lending* », Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 46, September 2022.

SAINIATI T., SMITH N., LOCOTELLI G., BROOKES N., « *Types and functions of special purpose vehicles in infrastructure megaprojects* », International Journal of Project Management, May 2020.

SAINT-PE S., « *Les règles de la tenue de passif des OPCVM* », Bull. Joly Bourse- n°11, 1^{er} novembre 2011.

SAINTOURENS B., EMY P., « *Nouvelle étape de « simplification » du droit des sociétés par la loi n° 2012 du 22 mars 2012* », *Rev. soc.*, n° 6, 2012, Étude.

SALBRECHT S., « *How Sentiment Imapcts the Success of Blockchain Startups – Analysis of Social Media Data and Initial Coin offerings* », Conference: Proceedings of the 52nd Hawaii International Conference on System Sciences, January 2019.

SALGADO M.-B., « *Nantissement du fonds de commerce – Assiette. Effets* », *JCl. Entreprise individuelle*, Fasc. 380, date d’actualisation : 20 juin 2022.

SALGADO M.-B., « *Nantissement du fonds de commerce. – Assiette. Effets* », Fasc. 3800, date d’actualisation : 20 juin 2022.

SALGADO M.-B., « *Sociétés anonymes- Pactes d'actionnaires et clauses de préemption non statutaires, commentaires* », Q-30, *JCl. Sociétés Formulaire*, date d’actualisation : 5 juillet 2022.

SALGUEIRO A., « *Évaluation de la solvabilité d'un emprunteur* », Fasc. 512, *JCl. Banque - Crédit – Bourse*, date d’actualisation : 5 décembre 2014.

SAMI T. CRÉDOT F.-J., « *Déchéance du terme : nécessité d'une mise en demeure en l'absence d'une disposition expresse contraire* », *RDBF* n° 6, Novembre 2015, comm. 183.

SAPKAUSKINENE A., « *Initial Coin Offerings (ICOs): benefits, risks and success measures* », *Journal of Entrepreneurship and Sustainability issues*, March 2020.

SAUREL J., « *Impôt sur les sociétés, Amortissements, Amortissements exceptionnels* », Fasc. 1112-3, *JCl. Fiscal Impôts directs Traité*, date d’actualisation : 2 décembre 2019.

SAVIGNAC F., « *Quel mode de financement pour les jeunes entreprises innovantes, Financement interne, prêt bancaire, ou capital-risque ?* », Dans *Rev. économique*, Vol.58, 2007/4.

SCHIAVONE F., « *Incompetence and Managerial Problems Delaying Reward Delivery in Crowdfunding* », *Journal of innovation Economics & Management*, n°23, 2017/02.

SCHILLER S., « *Application par la chambre commerciale d'une clause de bad leaver déclenchée par une faute grave « au sens du droit social »* », *Bull. Joly Sociétés*, n°04, 1^{er} avril 2015.

SCHILLER S., « *Pactes d'actionnaires : clauses statutaires et pactes extrastatutaires* », Dalloz, Répertoire des sociétés, date d'actualisation : mai 2023.

SCHILLER S., LEPETRE J.-M., BIGNEBAT P., « *Décote de prix des actions en cas de licenciement : oui, mais...* », *JCP E*, 1504, n° 39, 29 Septembre 2016,

SCHMIDT D., « *Abus de marché : répression* », *Études Joly Bourse*, date d'actualisation : 1^{er} décembre 2022.

SCHOCK F., « *Private Equity Financing of Technology Firms : A Literature Review* », *EBS Business School Research Paper Series 14-06*, September 2013.

SCHUCKES M., GUTMANN T., « *Why do startups pursue initial coin offerings (ICOs) : The role of economic drivers and social identity on funding choice* », *Small Business Economics* 57, 2021.

SCHUTZ Rose-Noëlle, « *Inaliénabilité* », *Rép. civ.*, Dalloz, date d'actualisation : avril 2021.

SCHWEINBACHER A., LARRALDE B., « *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures* », Handbook of Entrepreneurial Finance, Oxford University Press, 28 September 2012.

SÉBIRE Marc-Etienne, « *Instrument financier, Le placement de l'emprunt obligataire* », RDBF, 1er Janvier 2014, dossier 3.

SEGAL M., « *Peer-to-Peer Lending : A Financing Alternative for Small Businesses* », SBA office Advocacy, Issue brief Number 10;

SENGHIN B., LI W., LUO M, « *Digital Technologies Promoting SME Financing Innovation*, in : *Crowdsourcing the future of SME financing* », SME Finance Forum, International Finance Corporation, 2021.

SHAW M. A., « *Entreprise Valuation and Modern E-Business* », SSRN Electronic Journal, 5 June 2019.

SHAW M. A., « *Entreprise Valuation and Modern E-Business* », SSRN Electronic Journal, 5 June 2019.

SIFMA, « *Electronic Trading Market Structure Primer*», SIFMA *Insight*, October 2019.

SIMLER P., « *Cautionnement, Conditions de validité, Conditions propres au cautionnement* », Fasc. 25, JCl. Notarial Répertoire, date d'actualisation : 1^{er} avril 2022.

SIMLER P., « *Garanties autonomes, régime* », Fasc. 743, JCl. Commercial, date d'actualisation : 20 janvier 2022.

SIMLER P., « *Garanties autonomes. – Nature juridique, caractères, typologie* », JCl. Civil Code, date d'actualisation : 20 janvier 2022.

SOENKE SIEVERS S., MOKWA F. C., KEIENBURG G., « *The relevance of financial versus non-financial information for the valuation of venture capital- backed firms* », *European Accounting Review.*, Vol. 22 Issue 3, September 2013.

SOLERANSKI L., « *Réflexions sur la nature juridique du token* », *Bull. Joly Bourse*, n°03, 1er mai 2018.

STORCK M., « *Contrat – Inexécution du contrat – Clause résolutoire* », *Art. 1224 à 1230*, Fasc. 20, date d'actualisation : 1^{er} mars 2023, n°3.

STORCK M., « *L'obligation de mise en garde incombant au banquier teneur de compte-titre de son client* », *LPA*, n°225, p. 22, 9 novembre 2012.

STORCK M., « *Le contrôle par l'AMF de l'exigence d'adéquation de transactions recommandées par un PSI portant sur des FIA de capital investissement* », *RDBF* n° 6, Novembre 2021, comm. 169.

STORCK M., « *Le profilage du client dans le cadre d'un service de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille : application dans le temps* », *Bull. Joly Bourse*, n°03, 1^{er} mai 2018.

STORCK M., « *Passage du prospectus simplifié au document d'information clé* », *RDBF* n° 1, Janvier 2011, comm. 30

STORCK M., « *Sociétés de gestion de portefeuille – statut, gestion collective (OPCVM-FIA)* », Fasc.2210, *JCl. Banque – Crédit – Bourse*, date d'actualisation : 1^{er} juillet 2023.

STORCK M., « *Synthèse - Avant contrats* », *JCl. Civil Code*, 1^{er} mars 2023.

STORCK M., RIASSETTO I., « *Distribution transfrontalière d'OPC* », RDBF n° 5, Septembre 2018, comm. 147.

STORCK M., RIASSETTO I., « *Sociétés de gestion et la gestion de portefeuille* », Bull. Joly Bourse- n°05 - p. 584, n°14 ;

STORCK M., « *La nouvelle classification des Fonds d'investissement alternatif dans le règlement général de l'AMF (Livre IV)* », RDBF n° 2, Mars 2014, comm. 82 ;

STORCK S., « *La réforme du démarchage financier par la loi du 1er août 2003 de sécurité financière* », Dr. sociétés, n° 1, Janvier 2004.

STOUFFLET J., « *Synthèse-Organisation et statut bancaire* », JCl. Banque, Crédit, Bourse, date d'actualisation : 8 novembre 2019.

STUCKI D. : « *Le crowdfunding en France : modernisation et perspectives* », RDBF, Rev. bimestrielle Lexisnexis JCl., juillet-août 2015.

TEHRANI A., COUPET C., « *Questions - Le crédit non bancaire et les PME* », JCP E, 280n° 17-18, 25 Avril 2019.

TERREN A., THOMAS P., « *Les covenants des contrats de dettes font-ils naître un risque de gestion de fait pour les créanciers financiers ?* », RDBF n° 4, Juillet 2015, étude 11.

TESSIER L., RAMADAN M., « *Sélectionner, contrôler et accompagner* », Rev. de l'entrepreneuriat, vol. 19, 2020/2.

TESTU F.-X., HILL S., « *Les BSA : utilisations possibles dans les sociétés de haute technologie* », JCP E, 1465, n° 42, 16 octobre 2003.

TESTU F.-X., *Négociation Structurée des contrats : les accords préparatoires*, Dalloz référence, Contrats d'affaires, Chapitre 22, 2010, point 22.15.

THOMAS-TAILLANDIER D. DUTEIL G., « *Usure* », Répertoire de droit pénal et de procédure pénale, Dalloz, Octobre 2015.

TRIBOULET-PERROUCHOT V., « *L'encadrement juridique du prêt opéré par le biais d'une plateforme de financement participatif* », Bull. Joly Sociétés, n°12, 1^{er} décembre 2014.

TYKVOVA T., *What do economists tell us about venture capital contracts?*, Journal of Economic Surveys. Vol. 21 Issue 1, Feb2007.

UEDA M., « *Bank Versus Venture capital* », Department of Economics and Business, Universitat Pompeu Fabra, November 2000 Working Paper No. 522.

UEDA M., « *Bank Versus Venture capital* », Department of Economics and Business, Universitat Pompeu Fabra, Working Paper No. 522, November 2000.

UETWILLER J.-J., PRIEUR C. E., « *Accords préliminaires dans la cession des droits sociaux-Commentaires* », Q-10, JCl. Sociétés Formulaire, date d'actualisation : 5 juillet 2022.

UETWILLER J.-J., PRIEUR C. E., « *Accords préliminaires dans la cession des droits sociaux-Commentaires* », Q-10, JCl. Sociétés Formulaire, date d'actualisation : 5 juillet 2022.

URBAIN-PARLEANI I., « *Sociétés anonymes - Pactes d'actionnaires - Clauses de sortie - Exécution forcée* », Rev. soc.2005 p.472 ;

URBONAVICIUS S., BIKAS E., « *Innovative and Traditional Companies: The Main Definitions and Comparisons* », Conference Paper, 7th International Scientific Conference, Business Management 2012, · January 2012.

VABRES R., « *Information privilégiée* », Dr. sociétés, n° 12, 12 décembre 2017, commentaire 212.

VABRES R., « *Les plateformes de collectes et des dons, étude juridique* », France générosités, mars 2016.

VABRES R., « *Prestataire de service d'investissement - Obligation de mise en garde* », Dr. sociétés, n° 7, Juillet 2016, comm. 129.

VAMPARYS X., « *Blockchain, Initial Coin Offerings et crypto-actifs* », 3 septembre 2020, Études Joly Bourse.

VAMPARYS X., « *Validité et efficacité des clauses d'entraînement et de sortie conjointe dans les pactes d'actionnaires* », Bull. Joly Sociétés, n°7, 1er juillet 200

VAN DER BERGHE L.A.A., LEVRAY A., « *The role of the venture capitalist as monitor of the company : a corporate governance perspective* », SSRN, 19 December 2001.

VAN DER LINDEN T., T. SHIRAZI T. « *Markets in crypto-assets : does it provide legal certainty and increase adoption of crypto-assets* », Financial Innovation, 9:22 , 2023.

VAN LOO R., « *Making Innovation More Competitive : The case of fintech* », 65 UCLA Law Review 232, Scholarly Commons at Boston University School of Law, Boston University School Law, 2-2018

VARGA David, « *Fintech, a new era of financial services* », *Vezetéstudomány, Budapest management review*, November 2017.

VAUPLANE H., « *Portée et nature juridique du visa de la COB et de la décision de recevabilité du CBV. Application de la méthode multicritères aux opérations portant sur des actifs essentiels (Commentaire des arrêts de Paris, 7 juillet 1995)* », *Bull. Joly Bourse*, n°06, 1er novembre 1995.

VELARDOCCHIO D., « *Une innovation inattendue : la réforme de la SAS* », *Rev. Lamy dr. aff.*, n°20, 1er octobre 1999

VERDIERRE B., PORTE E., VACHERON A., « *Incidences pratiques de la suppression du marché hors cote* », *Bull. Joly Bourse*- n°05, 1er septembre 1998.

VIANDIER A., « *Les actions de préférence (ord. n° 2004-604 du 24 juin 2004, art. 31)* », *JCP E*, n° 40, 1440, 30 Septembre 2004.

VIANDIER A., « *Observations sur les conventions de vote* », *JCP G*, n° 28, doct. 3253, n° III), 16 Juillet 1986

VINCENT C., « *Réformes récentes du droit des sociétés, Évolution de 2000 à 2011* », *JCl. Sociétés Traité*, date d'actualisation : 29 septembre 2015, point 57.

Wafa Kuada S., Aldebert B., Amabile S., « *L'hypercroissance des start-up n'est pas un long fleuve tranquille : rôle et place des structures d'accompagnement ?* » *Congrès International Francophone en Entrepreneuriat et PME*, octobre 2018.

WINTON A., YERRALIMI V., « *Entrepreneurial Finance Bank versus Venture Capital* », *Journal of Financial Economics* 88, 51–79, 12 Janvier 2008, p. 52 à 54.

WINTON A., YERRAMILI V., « *Entrepreneurial finance : Banks versus venture capital* », *Journal of Financial Economics*, 88, 2008, p. 52 à 55.

WYSZOGRODZKA S., « *Vente commercial – obligation de délivrance – mise à disposition de la chose* », Fasc. 290, JCl. Commercial, date d'actualisation : 6 juillet 2023.

YASAR B., « *The new investment landscape : equity crowdfunding* », Central Bank Review, 21, February 2021.

YEO E., J. JUN J. « *Peer-to-peer Lending and Bank Risks : a Closer Look* », Sustainability 202, 12, 6107.

YILDIZ J.P., SPITZ B., REALEX B., PAGLIARI B., « *Qualité et responsabilité des plateformes locatives : pour la CA Paris, AIRBNB n'héberge pas des annonces mais des gens* », Rev. Lamy Droit de l'Immatériel, n° 202, 1er avril 2023.

ZETZSCHE D.A., ANNUNZIATA F., ARNER D.W., BUCKLEY R.P., « *The Markets In Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance strategy* », Université du Luxembourg, Law Working Paper Series, Paper number 2020-018, 11, novembre 2020.

ZHANG X., ZHONG W., BAI C., « *Risk Management Strategy in IPO Activity, Advances in Economics, Business and Management Research* », volume 211, Proceedings of the 2022 7th International Conference on Financial Innovation and Economic Development, 2022.

ZHOU Z., SHEN B., « *Towards understanding the use of Centralised Exchanges for Decentralised Cryptocurrency* », 13th International Conference on Applied Human Factors and Ergonomics (AHFE 2022), arXiv : 2204.08664, April 2022.

ZIYANUROV I. : « *IDO vs. ICO : Whats the diffrence* », (disponible via : b2broker.com), 28 juillet 2022.

« *Alternext et le Marché libre ont changé de nom* », Rev. Lamy dr. aff., N° 128, 1er juillet 2017, 1er juillet 2017.

« *Application du nouveau règlement Prospectus : Consultation sur des modifications du Règlement général de l'AMF et instruction* », JCP E, n°24 14 juin 2018, act. 477.

« *Assouplissement des règles de Bâle III, Communiqué Comité de Bâle* », 6 janv. 2013, Rev. Lamy dr. aff., N° 79, 1er février 2013.

« *Clause pénale* » 115, Liaisons sociales – Les Thématiques, Lamy, n°76, 1^{er} février 2020.

« *Contrats Divers-Prêt à intérêt* », Fasc .1633, JCl. Roulois, date d'actualisation : 15 octobre 2020.

« *Impôt sur le revenu, Plan d'épargne en actions (PEA)* », Fasc. 1047 JCl. Fiscal Impôts directs Traité, date d'actualisation : 19 mars 2021.

« *Indemnité de remboursement anticipé. Interprétation de la clause* » ; RDBF n° 6, Novembre 2013, comm. 186

« *Loi de finances pour 2016 (L. n° 2015-1785, 29 déc. 2015 : JO 30 déc. 2015, p. 24614) et loi de finances rectificative pour 2015 (L. n° 2015-1786, 29 déc. 2015 : JO 30 déc. 2015, p. 24701)* », JCP E, n° 2, 14 Janvier 2016.

« *(Modernisation du régime des FCPR et des FCPI (art. 78) – Pratique* », JCP N, n° 4, 25 Janvier 2002, 1080.

« *Nouvel aménagement de l'amortissement exceptionnel des souscriptions au capital de PME innovantes* »,

« *Plan en faveur de l'innovation : lancement du « corporate venture »* », Les Nouvelles Fiscales, N° 1125, 1er janvier 2014.

« *PME innovantes : nouveaux aménagements en vue d'une entrée en vigueur effective* », Les Nouvelles Fiscales, N° 1171, 1er février 2016.

« *Réductions d'impôt, Souscriptions de parts de fonds d'investissement de proximité (FIP) (CGI, art. 199 terdecies-0 A, VI bis)* », JCl. Fiscal Impôts directs Traité, date d'actualisation : 18 mars 2021.

« *Réductions d'impôt, Souscriptions de parts de fonds d'investissement de proximité (FIP) (CGI, art. 199 terdecies-0 A, VI bis)*, JCl. Fiscal Impôts directs, date d'actualisation : 27 mars 2020.

« *Union européenne - Union des marchés de capitaux : faciliter l'accès des PME aux marchés financiers* », JCP E, n° 11, 14 Mars 2019, act. 165.

« *Valeurs mobilières. Obligations remboursables en actions. Nature juridique. Obligations (oui). Conséquences. Inexistence prétendue d'une masse d'obligataires. Assemblée générale des porteurs d'ORA. Validité (oui)* », JCP E, n° 47, 24 Novembre 1994, act. 1246. 2018, 2019/2.

OUVRAGES GENERAUX, MANUELS, MELANGES

ANAND A., *Systemic Risk, Institutional Design and the regulation of financial Markets*, Oxford University Press, 2016.

ANDERSON R., *The Credit Scoring Toolkit: Theory and Practice for Retail Credit Risk*, Oxford University Press, 2007.

AYNES L., CROCQ P., AYNES A., *Droit des sûretés*, 16^{ème} édition, 2022.

BERTONECHE M., GAUTHIER P., VICKERY L., *Le Capital-risque*, Presses Universitaires de France, 1987.

BOIZARD M., RAIMBOURG P., *Ingénierie financière fiscale et sociale*, Dalloz, 2015-2016, point 133.12.

BONNEAU T., PAILLER P., ROUAUD A.-C., TEHRANI A., VABRES R., *Droit financier*, LGDJ, 4^{ème} édition, 2023, p. 601.

BONNEAU T., *Droit bancaire*, LGDJ, 15^{ème} édition, 2023.

BONNEAU T., *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruylant, 6^{ème} édition, 2022.

BONNEAU T., VERBIEST T., *Fintech et Droit*, Rev. Banque, 13 février 2020.

BOSELIER P., DUFOUR D., « *L'introduction des sociétés internet en bourse : opportunisme ou nécessité pour les actionnaires et capital-risquers* », HAL, 1^{er} février 2002.

BOUTHINON-DUMAS H., *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, LGDJ, 2007.

BREMOND V., BOURASSIN M., *Droit des sûretés*, Sirey, 7 janvier 2020.

CASTELLI S., NEGRI G., *Private equity and Venture Capital In Europe, Markets, Techniques and Deals*, Elsevier, Academic Press, 2021.

CAUSSE H., *Droit bancaire et financier*, Mare&Martin, 2016.

CHAABEN M., *Le financement participatif*, Connaissances et savoirs, 2016.

COMMUNG D., *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 2012.

COOTS A., HUSSAIN H., RAUCH M., SALEUDDIN R., ALLEN J.G., B. ZHANG B., CLOUD K., *Global Cryptoasset Regulatory Landscape*, University of Cambridge, Cambridge Centre for Alternative Finance.

COURET A., LE NABASQUE H., COQUELET M., GRANIER T., PORACCHIA D., REYNAUARD A., REYGROBELLET A., ROBINE D., *Droit financier*, Dalloz, 3ème édition 2019.

CUMMING D., *Oxford Handbook of Venture Capital*, OUP USA, April 2012.

DE BRANDT O., DRUMETZ F., PFISTER C., *Stabilité financière*, De Boeck, 2013.

DEKEUWER-DEFOSSEZ F., MOREIL S., *Droit bancaire*, Dalloz, 12^{ème} édition, 2022.

DONDERO B., *Droit des sociétés*, Dalloz, 7^{ème} édition, 2021.

DUBOCAGE E., RIVAUD-DANSET D., « II. *Les pratiques à l'épreuve des théories* », in : *Le Capital-risque*, La Découverte, 2006.

FLANC J.-B., *Valuation of Internet, An Applied Research on How Venture Capitalists value Internet start-up*, Anchor Academic Publishing, 2014.

FLANC J.-B., *Valuation of Internet, An Applied Research on How Venture Capitalists value Internet start-up*, Anchor Academic Publishing, 2014.

FOUQUE J.-P., LANGSAM A. J., *Handbook on Systemic Risk*, Cambridge University Press, 2013.

FUSTEC A., MAROIS B., *Valoriser le capital immatériel de l'entreprise*, Éditions d'Organisation, 2006.

GIBSON H. Charles, *Financial Reporting and Analysis: Using Financial Accounting Information*, South-Western Cengage Learning, 2011.

GOODHEART C., *The Basel Committee on Banking Supervision: A History of the Early Years*, Charles Goodhart, Cambridge University press, 2011.

GUZANI A., *Traitement des dossiers refusés dans le processus d'octroi de crédit aux particuliers*, Conservatoire national des arts et métiers, 2014.

HAFIED F., *Capital-risque et le financement de l'innovation, Évaluation des start-up, modes de financement, montages*, Deboeck, 1^{ère} édition, 2019.

HAN DALAY H., FOSFURI A., *Start-ups exit strategies in markets for technology* In : REUER J. J.,

HEIM G. R., *Going Public in Good Times and Bad: A Legal and Business Guide*, ALM Publishing, 2002, p. 13 à 27.

JACQUIN J., GAVINI C., GUELLC J., HAAS S., *Des jeunes entreprises innovantes : une priorité de la croissance*, Commissariat Général du Plan, mars 2003.

JOHNSON G., SCHOLES K., WHITTINGTON R., *Exploring Corporate Strategy: Text & Cases*, Pearson Education Limited, 2008,

KLONOWSKI D., *The Venture Capital Deformation: Value Destruction throughout the Investment, Value Destruction throughout the Investment Process*, Palgrave Macmillan, 2018.

LACHMANN J., *Capital-risque et capital-investissement*, Economica, 1999.

LACHMANN J., *Le capital-risque et le capital investissement*, Economica, 1999.

LACHMANN J., *Seed capital*, Economica, 1992,

LANDSTORM H., MASON C., *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing Limited, Vol. 2. 2012.

LASSERRE-CAPDEVILLE J., STORCK M., ROUTIER R., MIGNOT M., KOVAR J.-P., ERESEO Nicolas, *Droit bancaire*, Dalloz, 3^{ème} édition, septembre 2021.

LAWRENCE M. G., BARANOWSKI C., *Representing High tech company*, Law Journal Press, 2005.

LEDAN J., *L'investisseur en droit privé et Dr. fisc. français*, LGDJ, 2021.

LEVIS M., VISMARA S., *Handbook of Research on IPOs*, , Edward Elgar Publishing Limited, 2013.

MAGNIER V., *Droit des sociétés*, Dalloz, octobre 2022.

MAILLY L., LUTHI T., *Améliorer la performance de votre entreprise*, Eyrolles, 2015.

MARINI P., *La modernisation du droit des sociétés, rapport remis au Premier ministre*, La Documentation française, française, juillet 1996.

MASSET A., MURAT P., VERYHENKO I., HARB E., *Finance*, Dunod, 2014.

MATUSIK S. F., JONES J., *The Oxford Handbook of Entrepreneurship and Collaboration*, Oxford University Press, 2019.

MELICHER R., A. NORTON E., *Introduction to Finance: Markets, Investments, and Financial Management*, Wiley, 2013.

MELKA L., LABOURE M., *Investissement et structure de capital*, Economica, 2017.

METRICK A., YASUDA A., *Venture capital & the finance of innovation*, Wiley, provided in cooperation with SSRN, 2012.

MIGNOT M., « *Le devoir de l'emprunter de de sa caution : devoir d'informer, de conseiller ou de s'abstenir de contacter* », in : LASSERRE-CAPDEVILLE J., STORCK M., *Crédit, Aspects juridiques et économiques*, Dalloz, 2012.

MISKHIN F., *Monnaie, banque et marchés financiers*, Pearson Education, 2010.

MONDEL Aymen, *Comment les banques octroient les crédits aux PME*, thèse, Université Paris Dauphine 2011.

MONDHIER C., *Ingénierie financière et private equity*, Rev. Banque, 2003

MONTERO X., *Introduction au private equity*, Rev. Banque, 2006.

MOULIN F., SCHMIDT D., *Les fonds de capital investissement*, Gualino, 5^{ème} édition, 2020.

NETTER E., *Le financement participatif*, Mélanges en l'honneur du Professeur Didier R. Martin, LGDJ, 2015.

- NOACH G., *Statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, Dalloz, juillet 2020.
- POITRINAL, *Capital-investissement : guide juridique et fiscal*, Revue banque, 2020.
- PORACCHIA D., MERCIER V., *Les tiers*, in : BONNEAU T., LE DOLLAY E., NABASQUE H., *La sortie de l'investisseur*, Lexis Nexis, 2007.
- PREVOST F., *Entrepreneurs, quel private equity pour vous accompagner ?*, Rev Banque, 2009.
- PRUSAK B., « *Corporate Bankruptcy Prediction: International Trends and Local Experience* », Journal of Risk and Financial Management, MDPI, 2020.
- SAUNDERS Anthony, ALLEN L., *Credit Risk Measurement: New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms*, Wiley, 2002.
- SHENOR R., ZHAO L., FLATEN B-T., *Advances in crowdfunding*, Palgrave Macmillan, 12 August 2020.
- SIMLER P., DELEBECQUE P., *Droit civil, Les sûretés, La publicité foncière*, Dalloz, 8^{ème} édition, avril 2023.
- SNESSFENDLER C., *Equity Financing and Covenants in Venture Capital: An Augmented Contracting Approach to Optimal German Contract Design*, Deutcher Universitäts Verlag, 2005.
- SUEBE J.-B., *Droit des Sûretés*, Dalloz, 9^{ème} édition, 2018.
- TAFFOREAU P., HELAINE C., *Droit des sûretés, sûretés personnelles et réelles*, Buylant, 2^{ème} édition, 2023.

THOMAS P., « *Les principes de finance d'entreprise, Corporate Finance* », Création de valeur, 2^{ème} édition, Rev. Banque, 2014.

VERNIMEN P., QUIRY P., DALLOCHIO M., *Corporate Finance: Theory and Practice*, Wiley, 2011.

MONOGRAPHIES ET THESES

ACHRAF B., *Banque chef de File, syndicat bancaire et introduction en bourse : application aux marchés boursiers européens*, Thèse, Université Lille 2, 2012.

AUSIANDRA Y., *Évolution institutionnelle du capital risque dans un environnement web 2.0*, thèse, Université de Strasbourg, 2017.

BENOUDA O., *Le financement par obligations convertibles. : le cas français*, thèse, Université Paris-Dauphine, 1996.

BERGGEN D., *IPO underpricing and tech valuations, An empirical study of the Swedish IPO market, degree project technology and economics*, KTH, Skolan för industriell teknik och management (ITM), 2017.

PAULRE B., *Le capital-risque aux Etats-Unis : structure et évolution du système*, UMR Paris 1- C.N.R.S. 8595, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, 2003.

BOFFA R., DUHAMEL J.-C., *La distinction associé/créancier à l'épreuve du risque, Analyse juridique appliquée au « private equity*, thèse, Université Lille 2, 2013.

CERVEAUX K. L., *Analyse de la pertinence du modèle du capital investissement*, thèse Université de la Réunion, 2014.

DE BIALLEINCOURT DEXANT O., *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, thèse, Université Paris 2 Panthéon Assas, édition : Dalloz, 2010.

DELFORIO L., *Access to Credit for SMEs in a European Union Context: an SME, Perspective and a Critical Review of Access to Credit*, Thesis for the degree of Doctor of Philosophy, *University of Southampton* June 2018.

DJEDIDI-KOOLI S., *L'accès au financement des PME en France : quel rôle joué par le système bancaire*, thèse, Université Paris-Dauphine, 2009.

DOLS-MAGNEVILLE M., *La réalisation des sûretés réelles*, thèse, Université de Toulouse 1 Capitole, 2013.

MANTHE E., *Analyse du comportement de l'investisseur en equity crowdfunding, une approche par la valeur consommateur*, Université de Bourgogne Franche-Comté, 2018.

EMERIC N., *Le principe d'assimilation des investisseurs aux consommateurs*, Thèse, Université d'Orléans, 2010.

FELIX J., *Revenue-Based Financing*, Universidade Catolica Portuguesa, dissertation, 2016.

HUMBLOT T., *Bâle III comportement des banques et financement des emprunteurs risqués*, Université de Bordeaux, 2016.

HUY TO V., *Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital-risque français*, thèse, Université de Nancy 2, 2011.

JOO KITANO H.A., *The investor-entrepreneur relationship in equity crowdfunding : a combined trustagency based approach*, doctoral thesis, Universitat Autònoma de Barcelona, May 2017.

KALODIKIS N., *L'ordre public économique sociétaire devant le phénomène des montages : approche comparée du droit français et du droit grec*, thèse, Université de Strasbourg, 8 avril 2015.

KOFFEL S., *Equity-Crowdfunding : le rôle, caractéristiques et enjeux de l'accès au financement complémentaire*, thèse, Université de Lorraine, 2021.

KRICHEN K., *Sur la notion des spin-off universitaires : Etude du processus d'émergence des spin-offs universitaires tunisiennes*, thèse, Université d'Avignon et des pays de Vaucluse, 2015.

LE NOACH G., *Statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, Dalloz, juillet 2020.

LEROY C., *Le pacte d'actionnaires dans l'environnement sociétaire*, thèse, Université de Paris-est Créteil Val de Marne, 2010.

MANTHE E., *Analyse du comportement d'investissement en equity crowdfunding : une approche par la valeur consommateur*, thèse, Université Bourgogne Franche-Comté, 2018.

MICHELI V., *IPOs as Investment Opportunities for Retail Investors: An Investigation*, mémoire, Louis Guido Carli, Libera Università Internazionale Degli Studi Sociali, 2018/2019.

MUNDBJERG V., SIPARI J., *Pre-seed funding for technology start-ups – The process of acquiring funding*, Master thesis, Uppsala Universitet, 2017.

PRINZ F. Konstantin, « *Determinants of Valuation of Early Stage High-Growth Start-up* », Henley Business School, 2013.

RENAULT S., *Le rôle des capitaux propres dans la stratégie financière des banques*, thèse, Université Paris Ouest Nanterre La Défense, 2015.

ROSE S. M., *Essays on reward-based crowdfunding – a consumer- centered approach*, thèse, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Rheinisch-Westfälischen Technischen Hochschule Aachen, 2019.

SAVIGNAC F., *Le financement des entreprises innovantes*, thèse, Université Paris I Panthéon-Sorbonne, 2006.

TOADER O.-M., *Recherches sur les coûts et les bénéfices de la nouvelle réglementation bancaire*, thèse, Université d'Orleans, 2016.

TRABLESI D., *Capital-risque, fonctionnement, sortie par introduction en bourse, investissement séquentiel et financement de l'innovation*, thèse, Université Paris Panthéon-Sorbonne, 2011.

TRAORE A., *Les Incidences de la diversification des valeurs mobilières sur le droit de vote dans les sociétés par actions*, thèse, Université de Clermont 1 – Université d'Auvergne, 2012.

VARNAV M., *La gestion des risques juridiques bancaires, étude appliquée aux obligations d'information, de mise en garde et de conseil*, thèse, Université Paris I – Panthéon Sorbonne, 2014.

VARNAV M., *La gestion des risques juridiques et bancaire étude appliquée aux obligations d'information de mise en garde et du conseil*, thèse, Université Panthéon-Sorbonne-Paris I, 2014, p. 15.

WESSEL M.E., *Crowdfunding : Platform Dynamics under Asymmetric Information, Vom Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften der Technischen Universität Darmstadt zur Erlangung des akademischen Grades Doctor rerum politicarum*, 10 octobre 2016.

ZETING L., *L'évolution des politiques du soutien de l'innovation dans les PME en France : le cas de l'Anvar*, thèse, Conservatoire national des arts et métiers, 2012.

RAPPORTS

CESR, *Final Report, Evaluation of the SME Definition*, September 2012.

CESR, *Understanding the definition of advice under MiFID*, Questions & Answers, p. 8, question 24

Commission européenne, *Guide de l'utilisateur pour la définition des PME*, 2017, février 16.

ACPR, *Neobanks seeking profitability, Analyses et synthèses*, N°113-2020.

ADNOT P., *Les Satt : Des structures de valorisation de la recherche publique qui doivent encore faire la preuve de leur concept*, in : *Rapport d'information au nom de la commission des finances (1) sur les sociétés d'accélération de transfert de technologies (SATT)*, Sénat n°683, rapport déposé le 16 juillet 2017.

AFIC, *Le Livre blanc du Capital Investissement, Renforçons nos PME-ETI*, avril 2012.

AFME, *Impact of the SA Output floor on the European Securitisation market, Research report*, 22-65a, 10 novembre 2022.

ALLEN H., HAWKINS J., SATO S., « *Electronic trading and its implications for financial systems* », Bis papers n°7, January, 2001.

AXON, European Commission, *Participation of Institutional Investors in European Venture Capital*.

Bank for International Settlements, Committee on the Financial System, *The implications of electronic trading on financial markets*, January 2001.

Banque de France, *Les bienfaits des retouches de l'usure*, Communiqué Banque de France, 28 décembre 2006, Rev. Lamy dr. aff., N° 13, 1er février 2007

BEAUMONT P., TANG H., VANSTEENBERGH E., « *The Role of FinTech in Small Business Lending : evidence from France* », Séminaires de recherches de l'ACPR, 17 décembre 2021.

BELLUCCI A., GIANLUCA G., NEPELSKI D., Technical Report, *Venture Capital in Europe, Evidence-based insights about Venture Capitalists and venture backed firms*, European Commission, JRC Technical report, 2021.

BIS, *Fintech and the digital transformation of financial services: implications for market structure and public policy*, BIS Papers, n°117, July 2021.

BLIN M., « *L'Agence nationale de valorisation de la recherche (ANVAR) : une gestion à l'envers, Rapport d'information n° 220 (2006-2007)*, Rapport d'information n° 220 (2006-2007), déposé le 7 février 2007.

Bpifrance, *Rapport annuel, Bpifrance participations*, 2020.

BRICQ N., « *Proposition de résolution européenne présentée au nom de la commission des affaires européennes en application de l'article 73 quater du règlement, sur la réglementation bancaire* », Rapport nom de la commission des finances (1) sur la proposition de résolution européenne de YUNG Y.R., présentée au nom de la commission des affaires européennes, en application de l'article 73 du quater du Règlement, sur la réglementation bancaire E 6480 et E 6787, 6 mars 2012, p. 28 et 29.

Commission bancaire, « *Présentation de l'arrêté introduisant dans le règlement n° 97-02 relatif au contrôle interne des dispositions Nouvelles en matière de gestion des risques* », Iletin officiel du CECEI et de la Commission bancaire, n°22, décembre 2009.

European Commission, *A new vision for European Capital markets, final report of the High Level Forum of Capital Markets Union, Final report of the High level Forum on the Capital Markets Union*, June 2020,

Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes, « *Questions réponses relatives à l'application de la loi PACTE* », juillet 2019.

Deutsche Bundesbank, *Support for the SME supporting factor? Empirical evidence for France and Germany*, EBI Conference, 27 October 2016.

DE NAYER C.-M., « *Le rapport Marini* », Bull. Joly Bourse, n°06 p. 591, 1er novembre 1996.

EBAN, *Compendium of fiscal Incentives, business angels perspective*, 2017.

European Banking Federation, *EBF Answers to the FSB consultation on the evaluation of the effects of financial regulatory reforms on the provision of financing to SMEs*, 18 Mars 2018.

ECSIP Consortium, *Improving the market performance of business information services regarding listed SMEs*, Final report, Rotterdam, 18 September 2013.

European Banking Authority, « *Assessment of SME proposals for CRD IV/CRR* », September 2012.

European Central Bank *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area*, October 2022 to March 20

European Central Bank, *SME financing, market innovation and regulation*, Speech by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, 11 April 2013

European Central Bank, *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area*, October 2019 to March 2020.

European Central Bank, *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area*, October 2018 to March 2019

European Central Bank, *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area*, October 2017 to March 2018.

European Central Bank, *The impact of the CRR and the CRD IV on the Bank financing*, December 2015.

European Commission, *Identifying market and regulatory obstacles to cross border development of crowdfunding in the EU*, Final Report, December 2017.

European Commission, *Public consultation – Feedback statement - building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, période de consultation : 18 décembre 2017 - 26 février 2018.

European Commission, *SAFE access to finance conditions 2019 SAFE results – European Union*, date d'actualisation : 29 novembre 2019.

European Commission, *SME Envoys Finance - SME access to finance situation in EU Member States, Final Report*, 2019.

European Investment Fund, *The European venture capital landscape an EIF perspective, Volume I : The impact of EIF on the VC ecosystem*, working paper 2016/34.

European Parliament, *Enabling SME's access to capital markets*, 2019; Empowering EU Capital Markets for SMEs, Final report of Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SME, May 2021

European Parliamentary Research Service, ZACHARIAD I., *Enabling SMEs' access to capital markets*, Members' Research Service, PE 630.311, April 2019.

EVCA, *Guide on Private Equity and Venture Capital, An EVCA Special Paper*, November 2007.

EVCA, *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*, November 2007.

EY, *The valuation of crypto-assets*, 2019.

Financial Stability Board, *Evaluation of the effects of financial regulatory reforms on small and medium-sized enterprise (SME) financing*, 19 November 2019.

France 2030, *Start-ups industrielles et deep tech*, 19 janvier 2022

France Invest, *Guide des bonnes pratiques du capital innovation*, Edition 2019.

France Invest, *Guide des bonnes pratiques du capital innovation*, Edition 2019

HAVRYLCHYK O., *Regulatory framework for the loan based crowdfunding platforms*, OECD Economics Department Working Papers n°1513., 13 November 2018.

HM TREASURY, *Cryptoasset promotions : Consultation response*, January 2022.

HM Treasury, Financial Conduct Authority, Bank of England, *Cryptoassets taskforce*, final report, October 2018

HM Treasury, Financial Conduct Authority, Bank of England, *Cryptoassets taskforce*, final report, October 2018

Horizon Europe, *The Next EU Research & Innovation Investment Programme (2021-2027)*.

Houben R., Snyers A., *Cryptocurrencies and blockchain, Legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasion*, July 2018, European Parliament.

IPEV, *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guide*, December 2022

Invest Europe, *Investing in Europe, Private equity activity 2020, Statistics on Fundraising, Investment & Divestments*, 2020.

Invest Europe, *Position paper on the prudential treatment of banks exposures to private equity and venture capital*, August 2020,

Invest Europe, *Response to European Commission Consultation on implementing the final Basel III reforms in the EU*, 20 December 2019

Invest Europe, *Response to the Capital Markets Union Mid-term review 2017*, 17 March 2017.

Invest Europe, *Response to the ESMA Consultation Paper on Guidelines on marketing communications under the Regulation on cross-border distribution of funds*, 8 février 2021.

Invest Europe, *Supporting long-term growth through long term investments, position paper on the Solvency II review*, November 2021.

Fédération Bancaire Française, *French Banking Federation response to the consultative document on evaluation of the effects of financial regulatory reforms on SME financing*, 2 août 2018

MANKO R., « *Cadre du droit privé européen établi par les traités et le problème de cohérence* », Compétence de l'Union européenne en droit privé, ERPS, Service de recherche du Parlement européen, Janvier 2015.

OECD *Initial Coin Offering for SME Financing*, 2019.

OECD, *Entrepreneurship at a Glance*, 2017.

OECD, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2017 An OECD Scoreboard*, 2017.

OECD, *Le financement des PME et des entrepreneurs 2018, Tableau de bord de l'OCDE*, 2018.

OECD, *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, 2015.

OECD, *The SME Financing Gap (Vol. I) Theory and Evidence: Theory and Evidence*, 2006.

SARHAN H., *Crypto-assets : An Overview*, Econ committee, June 2020.

Sénat, *Projet de loi de finance pour 2012, Amendement présenté par MM. ADNOT, TÜRK et MASSON, Mme DES ESGAULX et M. HOUEL, article additionnel après l'article 4, N°I-94*, 16 novembre 2011.

Sénat, *Projet de loi de finance pour 2011, Amendement présenté par MM. ADNOT, TÜRK, article additionnel après l'article 14, N°I-68*, 18 novembre 2010

SYLVEST J., SORENSEN S. Y., RZEPECKA J., MOBILIO L., KILIC L., GOUBET M., *Supporting Study for the evaluation of the SME Definition, Final Evaluation Report*, 30 November 2018.

US DEPARTMENT OF TREASURY, *Crypto-Assets: Implications for Consumers, Investors and Businesses*, September 2022.

VIVES X., *Digital disruption in financial markets*, OECD, Directorate for financial and enterprise affairs, Competition committee, daf/comp (2019), 16 May 2019.

What Borrowers Need to Know about Credit Scoring, Hearing before the subcommittee on oversight and investigations of the Committee of Financial Services, U.S. House of Representatives, One Hundred Tenth Congress, Second Session Serial n°110-133, 29 July 2008.

ZETZSCHE D.A, BUCKELY R.P., ARNER D.W., VAN EK M.C., *Remaining regulatory challenges in digital finance and crypto-assets after MiCA*, Study, Requested by the ECON Committee, European Parliament, 30 avril 2023.

JURISPRUDENCE

Cour d'appel

CA Aix-en-Provence, 27 janvier 2015 n°14/030402.

CA Douai, 19 janv. 2012, n° 2012 ; 002683.

- CA Douai, 6 septembre 2012, n° 11/07465.
CA Limoges, 9 déc. 2014, n°2014-032252.
CA Lyon, 9 oct. 2014, n° 12/04654.
CA Metz, 8 février 2007, n° 2007-342008.
CA Nimes, 21 mai 2015, n° 13/05730.
CA Paris, 5 mai 1961 : Gaz. Pal. 1961.
CA Paris, 25 sept. 1992, n° 1992-022534.
CA Paris, 25e ch., sect. A, 21 déc. 2001, n°2001/0934.
CA Paris, 27 juill. 1869 : DP 1870.
CA Paris, 27 juin 1988, n°1988-028323.
CA Paris, 3e ch. A, 4 mai 1982, SA Groupement des industries de matériaux de construction Gimat c/ SA Rhône Poulenc Industries-Celogil-Resogil.
CA Paris, 5e ch. C., 30 juin 1995, Sté Métaleurop, n° 1995-021894.
CA Paris, 15e ch. A, 23 janv. 2001, n°2001-141276.
CA Paris, 5e ch. B, 20 nov. 2003, SARL CD Édition c/ SA Creanet, n° 2003-248813.
CA Paris, ch.14. B, 23 juin 2006, n° 2006-310349.
CA Paris, ch.4. B, 9 novembre 2007, n° 06/16286.
CA Paris, 10 déc. 2009. n°2009-016525.
CA Paris, 5, ch. 8, 3 juill. 2012, n° 11/08630, Sté MC3.
CA Paris, 4 déc. 2012, n°11/15313.
CA Paris, pôle 4 ch. 4, 3 janv. 2023, n° 20/0806.
CA Rouen, 13 sept. 2001, n°2001-17323.
CA Versailles, 12e ch., 14 octobres 2004, Peignot c/ SA Alliance Développement et Conseil.
CA Versailles, 8 avr. 2014, n° 13/03008.
CA, Versailles, 17e chambre, 15 avril 2015, n° 14/00406.

Cour de cassation

- Cass. civ., 27 mars 1861 : DP 1861.
Cass. civ., 7 avril 1932, D.P, 1933. I. 153.
Cass. ch. mixte, 26 mai 2006, n° 03-19.376.

Cass. ch. mixte, 29 juin 2007, n° 06-11.673, P+B+R+I, Fusco c/ Union bancaire du Nord : 2007-039908 et n° 2007-039909.

Cass. 1^{re} civ., 22 juill. 1986, n° 84-15.177 Kamani c/ Le Goff.

Cass. 1^{re} civ., 7 avr. 1987, Lévêque-Houist c/ Soprogepa.

Cass. 1^{re} civ., 24 sept. 2009 : JurisData n° 2009-049540

Cass. 1^{re} civ., 25 juin 1996, 94-16.702

Cass. 1^{re} civ., 31 oct. 2007, n° 05-14.238, Jean-Claude G. c/ Crédit Lyonnais SA : n° 2007-041117.

Cass. 1^{re} civ., 31 oct. 2007, n° 05-14.238, Jean-Claude G. c/ Crédit Lyonnais SA : n° 2007-041117.

Cass. 1^{re} civ., 15 mai 2008, n°06-20806.

Cass. 1^{re} civ., 17 déc. 2009 n° 2015-003857.

Cass. 3^e civ., 26 juin 1996, no 94-16.326.

Cass, 3^e civ., 15 décembre 1993, n°91-10.199.

Cass. 3^e civ., 17 janv. 2007, n° 06-10.442.

Cass. com., 10 juin 1960, no 57-10.757.

Cass. com., 10 févr. 1981, n°79-13376

Cass. com., 15 juin 1982, Rev. sociétés. 1983. 329.

Cass. com., 21 mars 1983, no 81-16.246.

Cass. com., 3 janv.1985, 83-15.520.

Cass. com., 20 mai 1986, n° 85-16.716, Sté Bowater corporation limited c/ Du Vivier.

Cass. com., 10 janv. 1989, no 87-12.155.

Cass. com., 10 juill. 1989, no 87-19.426.

Cass. com., 5 nov. 1991: Bull. civ. 1991, IV, n° 327, p. 227.

Cass. com., 15 juillet 1992, n°90-15.588 et 90-16.835.

Cass.com., 18 octobre 1994, n°92-18.188.

Cass. com., 21 mars 1995, no 93-14.564.

Cass. com., 13 juin 1995 no 94-21.003 94-21.436, Carava et a. et SA Métrologie international c/ Ass. de défense des porteurs d'obligations remboursables en actions « Métrologie international » et a.

Cass. com., 14 nov. 1995, no 1903 P, Dehaye c/ COB, n°93-13716.

Cass.com., 13 février 1996, n°93-21.140.

- Cass. com., 9 février 1999 n°96-17.661 « Château d'Yquem ».
- Cass. com., 4 juill. 2000, no 97-10.052
- Cass. com., 16 janv. 2001, n° 2001-007851.
- Cass.com., 23 octobre 2001, n° 99-18.441, 99-18.554.
- Cass. com., 29 oct. 2003, Sté Harpax c/ Sté Alma Atlantique, n° 00-17.538.
- Cass. com., 26 mai 2004, Féjean c/ Revest, n° 03-11.471.
- Cass.com, 3. nov. 2004, no 00-15-725.
- Cass.com., 16 novembre 2004, n° 00-22.713.
- Cass. com., 16 nov. 2004 n° 00-22.713, Belkhelfa c/ Rossler.
- Cass. com., 8 mars 2005, n°2005-027475.
- Cass. com., 22 mars 2005, 03-14.824, n°2005-027785.
- Cass.com., 22 février 2005, n°02-14.392.
- Cass.com. 27 sept 2005, n° 02-14.009, BSA Bourgoin c/ CDR Participations.
- Cass. com., 23 janv. 2007, n° 05-13189.
- Cass. com., 23 oct. 2007, n° 06-16.537.
- Cass. com., 11 déc. 2007 : n° 2007-041947.
- Cass. com., 18 déc. 2007, n° 05-19397.
- Cass. com., 20 déc. 2007, n° 06-14.690, FS-P+B+R+I, CRCAM de l'Anjou et du Maine
c/ Société Le Brasseur et M. Yves Baranger
- Cass., civ 1er, n° 721 du 19 juin 2008, n° 07-14.277.
- Cass. com., 12 nov. 2008, n° 07-19.676, n°2008-045676.
- Cass. com., 3 mars 2009, no 08-12.359 ;
- Cass. com., 31 mars 2009, n° 08-15655, SA Electrolium c/ SARL Chabry consulting
- Cass. com., 23 mars 2010, n° 09-65039.
- Cass., civ 1^{er}, 20 octobre 2011, n° 10-14.069 ;
- Cass. com., 11 avr. 2012, arrêt n° 446, 10-25.904, FS-P+B : n° 2012-007024.
- Cass. com., 26 nov. 2013, n° 12-27.390.
- Cass. com., 26 nov. 2013, no 12-21361, société Wendel M. X contre AMF.
- Cass. com., 6 mai 2014, n° 13-17.349.
- Cass. com., 13 janvier 2015, n°13-25.856.
- Cass. com., 29 sept. 2015, n°17-14.343
- Cass. com., 3 févr. 2015, no 13-28164

Cass.com., 21 janvier 2014, n°12-29-221.

Cass, com., 3 mai 2016, n°14-11.358.

Cass. com., 18 janv. 2017, n° 15-17.125.

Cass. com., 25 janvier 2017, no 14-28.792.

Cass.com., 28 mars 2018, n° 16-26.210.

Cass. com., 27 janv. 2021, n° 18-16418.

Cass.com., 3 mars 2009, n° 08-12.359.

Cass. soc., 9 mars 2017, n° 15-14.416

Cour de justice de l'Union européenne

CJUE nos C-236/08 à C-238/08, « Google France », 23 mars 2010.

CJUE, 12 juillet 2011, Affaire n° C-324/09.

CJUE, Arrêt de la Cour (troisième chambre) du 23 décembre 2009, Spector Photo Group NV et Chris Van Raemdonck contre Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), Affaire C-45/08

Commission des sanctions de l'AMF

Décision de la Commission des Sanctions de l'AMF, 27 novembre 2009, à l'égard d'Olivier Andries, François Auque, Fabrice Bregier, Charles Champion, Henri Curpron, Ralph Crosby Jr, Thomas Enders, Alain Flourens, Noël Forgeard, Jean-Paul Gut, Gustav Humbert, Jussi Itävuori, John Leahy, Erik Pillet, Andreas Sperl, Thomas Williams, Stefan Zoller et sociétés EASD NV, Lagardère SCA, et Daimler AG, 27 nov. 2009

Décision de la Commission des sanctions de l'AMF, 9 octobre 2008, à l'égard de MM. A et B. ainsi que Décision de la Commission des sanctions de l'AMF, 21 sept. 2009, à l'égard de MM. A. B., C., D. et E

Autres décisions

Req. 9 avr. 1941, D. 1941. 275

T. corr. Paris., 12 novembre 2010 : RTD fin. 2011, p. 256, n° 4.

Index

A

accords partiels 252, 253, 254, 255, 693
ACPR 6, 379, 404, 550, 551, 580, 581, 681, 706,
758, 759
actions de préférence 122, 123, 190, 231, 263, 265,
275, 283, 284, 285, 287, 288, 289, 290, 291,
292, 293, 294, 295, 296, 297, 315, 482, 483,
618, 625, 628, 689, 690, 718, 727, 743
AMF7, 115, 121, 130, 131, 132, 133, 136, 137, 139,
141, 149, 152, 159, 162, 173, 177, 179, 181,
182, 183, 186, 187, 188, 189, 191, 192, 194,
202, 210, 211, 213, 216, 322, 323, 325, 326,
329, 330, 331, 332, 333, 335, 336, 340, 341,
342, 344, 345, 346, 347, 348, 353, 354, 359,
360, 361, 362, 365, 366, 367, 372, 377, 393,
394, 397, 442, 463, 464, 492, 494, 495, 550,
572, 581, 587, 588, 592, 593, 594, 595, 596,
598, 600, 601, 603, 607, 608, 723, 739, 740,
745, 769, 770
analyse financière 194, 202, 707
asymétrie informationnelle .. 35, 45, 335, 414, 433,
459, 465, 472, 524, 526, 551, 553, 583, 587,
598, 599, 614, 623, 635
augmentation de capital ... 124, 156, 277, 294, 302,
304, 306

B

Bâle ... 86, 87, 88, 89, 90, 91, 92, 93, 94, 95, 96, 97,
98, 100, 101, 102, 103, 106, 107, 109, 219, 383,
384, 385, 679, 709, 745

BSA (et OBSA) 7, 275, 280, 299, 306, 307, 308, 309,
310, 311, 312, 313, 314, 315, 316, 317, 318,
320, 375, 407, 484, 487, 521, 741, 768

C

capital-investissement. 4, 18, 19, 20, 21, 24, 28, 35,
38, 40, 41, 42, 44, 113, 122, 221, 222, 223, 224,
225, 227, 228, 230, 231, 232, 233, 237, 244,
246, 252, 260, 261, 283, 284, 298, 319, 321,
322, 323, 325, 326, 327, 329, 331, 332, 333,
334, 335, 337, 338, 345, 346, 349, 350, 352,
353, 354, 358, 359, 361, 368, 369, 370, 371,
372, 376, 377, 378, 381, 382, 383, 384, 385,
386, 387, 388, 389, 390, 391, 392, 395, 396,
397, 398, 400, 401, 408, 410, 415, 456, 462,
466, 472, 478, 502, 530, 574, 578, 618, 619,
621, 624, 628, 697, 705, 750
capital-risque 18, 19, 20, 21, 24, 26, 35, 41, 112,
113, 220, 222, 223, 225, 226, 228, 230, 231,
232, 233, 234, 239, 245, 250, 251, 253, 255,
256, 257, 259, 261, 271, 279, 280, 282, 292,
293, 297, 302, 304, 313, 319, 320, 325, 326,
327, 328, 330, 331, 338, 339, 349, 352, 355,
359, 360, 361, 362, 363, 364, 365, 367, 368,
371, 376, 377, 378, 381, 382, 383, 384, 386,
387, 389, 391, 392, 395, 397, 398, 400, 401,
457, 466, 469, 470, 472, 475, 476, 480, 481,
483, 488, 503, 522, 531, 618, 631, 641, 683,
695, 699, 703, 721, 724, 726, 731, 733, 737,
750, 754, 755
clause d'exclusion 267, 269, 270

clause de sortie 72, 259, 278
 clauses léonines273, 274, 277, 279, 280, 281
 COB 7, 131, 132, 154, 155, 156, 171, 176, 204, 205,
 206, 207, 208, 347, 704, 743, 768
 commercialisation ...20, 32, 66, 332, 334, 340, 343,
 344, 345, 349, 359, 360, 361, 362, 363, 364,
 365, 366, 367, 368, 381, 392, 393, 394, 395,
 398, 408, 434, 456, 457, 460, 469, 490, 519,
 520, 539, 563, 648, 649, 724, 727, 734
 contrôle interne ..99, 100, 105, 106, 129, 145, 188,
 191, 192, 425, 454, 760
 cotation44, 114, 118, 127, 129, 140, 167, 168, 170,
 193, 195, 196, 199, 204, 206, 209, 211, 212,
 214, 216, 230, 256, 462, 585, 699, 700
 crédit .27, 35, 38, 40, 41, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 49,
 50, 51, 52, 53, 54, 55, 56, 57, 59, 60, 62, 63, 64,
 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 75, 76, 80, 82,
 84, 86, 87, 88, 89, 90, 91, 92, 93, 94, 95, 96, 97,
 98, 99, 100, 101, 102, 103, 104, 105, 106, 107,
 108, 109, 112, 157, 164, 165, 219, 220, 232,
 235, 236, 252, 272, 305, 340, 368, 373, 374,
 376, 379, 380, 381, 382, 383, 384, 385, 386,
 387, 388, 389, 400, 401, 402, 404, 405, 409,
 413, 416, 417, 418, 419, 420, 421, 422, 423,
 424, 425, 426, 428, 429, 430, 432, 434, 436,
 444, 445, 446, 447, 448, 450, 451, 452, 453,
 508, 510, 513, 521, 524, 538, 561, 566, 616,
 617, 618, 620, 628, 629, 637, 638, 652, 653,
 654, 655, 660, 662, 663, 679, 682, 685, 689,
 694, 697, 701, 714, 719, 741, 749

D

déchéance du terme 53, 57, 59, 60, 61, 72, 73, 108,
 409, 504
 dépositaire329, 362
 document d'information... 115, 130, 131, 135, 137,
 141, 143, 150, 152, 161, 163, 171, 199, 212,
 347, 442, 494, 499, 502, 504, 589, 590, 591,
 592, 593, 594, 595, 596, 597, 598, 599, 615,
 622

droit financier . 4, 10, 114, 130, 163, 224, 229, 230,
 401, 402, 411, 617, 618, 621, 623, 677, 687,
 729, 732
 droits informationnels 238, 240, 242, 289, 316,
 410, 476, 575, 607
 droits politiques 234, 238, 239, 240, 262, 263, 273,
 283, 285, 287, 289, 309, 336, 504, 567, 579,
 584, 585
due diligence 149, 151, 164, 249, 252, 254, 319,
 370, 460, 471, 474, 475, 499, 500, 501, 507,
 509, 577, 583, 598, 601, 602, 603, 604, 605,
 614, 621, 624, 625

E

ELTIF .. 8, 43, 48, 333, 377, 380, 389, 394, 395, 397,
 420
 émission de jetons587, 594
 endettement .. 67, 94, 104, 138, 441, 443, 552, 593
 ESMA 8, 134, 182, 183, 344, 345, 367, 370, 463,
 464, 468, 495, 575, 687, 764
 établissement de crédit .. 43, 48, 54, 56, 57, 58, 63,
 64, 65, 67, 68, 69, 71, 72, 91, 100, 101, 105,
 421, 422, 424, 425
 EuVECA8, 26, 333, 361, 362, 363, 364, 365, 366,
 380, 389, 390, 397
 évaluation 24, 33, 34, 46, 65, 67, 72, 91, 98, 99,
 100, 101, 103, 104, 108, 109, 134, 140, 148,
 150, 151, 165, 180, 193, 207, 233, 236, 244,
 245, 246, 254, 295, 330, 339, 340, 342, 343,
 344, 363, 368, 371, 374, 384, 386, 394, 395,
 398, 400, 402, 423, 425, 442, 444, 445, 446,
 447, 448, 449, 450, 451, 452, 453, 470, 471,
 472, 474, 476, 479, 480, 490, 492, 493, 500,
 502, 503, 508, 518, 522, 526, 575, 576, 577,
 578, 579, 587, 588, 594, 604, 605, 618, 623,
 624, 638, 660, 663, 692, 702, 711, 716

F

financement des start-up ... 1, 4, 24, 31, 33, 37, 41,
 45, 53, 62, 72, 81, 86, 87, 93, 99, 109, 113, 114,

118, 120, 131, 167, 220, 223, 284, 287, 300,
302, 308, 319, 325, 335, 349, 350, 361, 363,
368, 372, 381, 382, 392, 398, 400, 401, 402,
404, 405, 408, 412, 418, 419, 420, 433, 434,
440, 442, 448, 453, 455, 480, 481, 482, 501,
506, 507, 508, 514, 535, 536, 549, 550, 551,
552, 563, 565, 576, 584, 586, 590, 602, 603,
607, 614, 618, 624, 711

financement participatif 4, 8, 10, 20, 39, 43, 48,
151, 153, 155, 156, 157, 162, 163, 321, 322,
332, 406, 407, 410, 412, 413, 414, 415, 416,
417, 419, 422, 423, 425, 426, 427, 428, 429,
430, 432, 433, 434, 435, 436, 437, 438, 439,
440, 441, 442, 443, 445, 446, 447, 448, 449,
450, 451, 452, 453, 454, 462, 463, 464, 465,
467, 468, 469, 470, 472, 473, 474, 475, 478,
479, 480, 481, 482, 483, 484, 485, 486, 487,
488, 489, 490, 491, 492, 494, 495, 496, 497,
498, 500, 501, 503, 504, 505, 507, 510, 511,
513, 515, 516, 519, 523, 524, 529, 532, 533,
535, 536, 537, 545, 549, 550, 551, 554, 556,
557, 558, 560, 561, 576, 579, 580, 619, 620,
622, 625, 628, 629, 635, 636, 637, 638, 651,
652, 653, 654, 655, 659, 660, 661, 662, 663,
680, 687, 691, 692, 703, 715, 717, 718, 722,
727, 731, 735, 741, 748, 752

fintech 368, 369, 375, 378, 379, 380, 381, 398, 404,
405, 619, 628, 743

fonds de capital-investissement..28, 331, 337, 339,
368, 381, 389, 390, 392, 395, 396, 398, 618,
624

G

gestion collective232, 329, 332, 336, 338, 340,
368, 392, 402, 478, 574, 732, 734, 740

gestionnaire 191, 336, 339, 365, 390, 393, 394,
472, 478, 621, 634, 648, 650, 658

H

harmonisation 22, 176, 187, 201, 202, 284, 316,
349, 359, 360, 361, 365, 367, 368, 381, 392,
394, 395, 396, 397, 414, 415, 443, 489, 490,
497, 517, 529, 530

historique financier45, 99, 108, 149, 165, 166, 174,
200, 217, 219, 220, 245, 256, 306, 369, 401,
426, 444, 445, 448, 449, 451, 453, 522, 592,
595

I

IFP8, 43, 433, 434, 435, 437, 438, 440, 441, 442,
443, 444, 445, 481, 482, 513, 516, 549, 550,
551, 552, 560

innovation..8, 11, 15, 17, 20, 21, 25, 28, 30, 32, 33,
34, 35, 47, 52, 72, 87, 103, 104, 108, 135, 160,
223, 224, 225, 230, 232, 236, 239, 244, 245,
246, 252, 253, 256, 276, 288, 302, 321, 326,
327, 330, 333, 338, 349, 350, 351, 352, 354,
355, 356, 357, 358, 359, 372, 373, 374, 375,
376, 377, 380, 398, 406, 409, 410, 412, 413,
425, 426, 430, 458, 511, 515, 519, 520, 531,
541, 587, 612, 625, 627, 628, 631, 632, 643,
645, 646, 650, 693, 696, 702, 711, 715, 720,
731, 737, 743, 746, 749, 751, 757, 758, 761,
762

intermédiation39, 48, 113, 244, 321, 323, 326,
327, 334, 385, 400, 410, 416, 430, 433, 437,
488, 550, 551, 579, 652, 705

IPO. 8, 111, 112, 113, 114, 127, 130, 143, 145, 147,
148, 151, 164, 190, 193, 217, 230, 454, 575,
577, 578, 579, 580, 582, 583, 693, 705, 721,
722, 728, 745, 754

J

jetons 4, 20, 39, 411, 412, 510, 512, 513, 514, 562,
563, 564, 565, 566, 567, 568, 569, 570, 571,
572, 573, 575, 576, 577, 578, 579, 580, 583,
584, 585, 586, 587, 588, 589, 590, 592, 593,

594, 595, 596, 597, 598, 599, 600, 601, 602,
603, 605, 606, 607, 608, 609, 610, 611, 612,
614, 615, 619, 622, 626, 635, 636, 664, 665,
666, 673, 674, 685, 700

M

marché de croissance des PME .190, 195, 196, 197,
198, 199, 201, 210, 218, 220, 617
moyens de financement ... 4, 35, 37, 38, 39, 40, 42,
43, 45, 109, 118, 219, 221, 244, 401, 402, 403,
405, 412, 415, 417, 509, 510, 511, 513, 515,
516, 586, 614, 615, 616, 617, 618, 619, 620,
623, 624, 628, 635

O

offre au public.....31, 38, 41, 43, 45, 109, 110, 111,
113, 114, 115, 116, 117, 118, 120, 121, 122,
124, 126, 127, 128, 129, 130, 131, 132, 139,
140, 143, 144, 146, 148, 149, 150, 151, 152,
153, 155, 156, 157, 158, 159, 161, 162, 163,
174, 187, 214, 217, 219, 220, 230, 244, 245,
246, 250, 256, 272, 332, 333, 401, 402, 406,
407, 415, 454, 455, 456, 462, 466, 468, 485,
486, 489, 510, 512, 513, 514, 563, 564, 565,
566, 568, 569, 580, 584, 585, 586, 587, 589,
590, 592, 593, 594, 595, 596, 598, 600, 602,
606, 611, 612, 614, 615, 616, 618, 619, 622,
629, 634, 657, 664, 666, 667, 701, 718, 731

P

pactes d'actionnaires ... 62, 72, 136, 173, 176, 188,
189, 191, 204, 256, 257, 258, 259, 260, 262,
268, 270, 275, 278, 317, 336, 476, 502, 510,
621, 725, 754
plateforme de négociation 111, 113, 167, 168, 172,
211, 463, 572, 585, 586, 589, 601, 602, 604,
605, 607, 625
potentiel de croissance 16, 31, 35, 36, 40, 104, 156,
174, 207, 211, 220, 221, 230, 232, 236, 246,

271, 319, 321, 351, 401, 408, 506, 525, 576,
577, 579, 618, 620, 623
produits utilitaires.....411, 412, 510, 513, 515, 561,
584
promesse unilatérale.....255, 259, 270, 275
PSFP..... 10, 443, 451, 460, 464

R

ratchet . 72, 275, 276, 278, 281, 296, 307, 308, 618,
735

S

SMN..... 11, 111, 112, 115, 167, 168, 169, 170, 172,
177, 178, 180, 184, 190, 195, 196, 198, 204,
209, 210, 213, 214, 217, 230, 244, 256, 460,
465, 563, 606, 728
statuts ... 31, 62, 136, 191, 224, 229, 239, 241, 242,
256, 257, 258, 259, 260, 264, 265, 268, 270,
273, 277, 279, 292, 293, 296, 297, 317, 331,
395, 417, 502, 510, 523, 556, 642, 643, 681,
728

T

titres financiers..... 28, 33, 43, 44, 62, 76, 110, 111,
115, 116, 117, 118, 120, 121, 122, 123, 126,
127, 128, 129, 130, 135, 136, 139, 140, 141,
146, 149, 151, 152, 155, 156, 157, 159, 161,
162, 163, 167, 169, 173, 175, 213, 217, 236,
266, 272, 277, 278, 283, 300, 305, 334, 338,
354, 358, 390, 407, 411, 435, 454, 455, 456,
457, 458, 460, 461, 462, 463, 464, 485, 486,
489, 492, 494, 495, 496, 514, 529, 530, 535,
563, 566, 567, 571, 575, 584, 587, 588, 589,
590, 602, 605, 607, 610, 612, 622, 634, 643,
657, 679, 687, 710, 718, 729, 731
trésorerie..... 19, 29, 30, 32, 48, 51, 57, 71, 73, 79,
138, 142, 144, 194, 235, 283, 302, 306, 318,
325, 371, 372, 593, 624

TABLE DES MATIERES

Sommaire	12
Introduction : la définition de la start-up	15
PREMIERE PARTIE : LES INSUFFISANCES DES MOYENS DE FINANCEMENT TRADITIONNELS DU POINT DE VUE DES START-UP	40
TITRE I : LES MOYENS DE FINANCEMENT INADAPTES AUX START-UP	43
CHAPITRE I : LE FINANCEMENT PAR LE CREDIT BANCAIRE : LES OBSTACLES POUR ACCEDER A MOYEN DE FINANCEMENT ESSENTIEL	46
Section I : L'inadéquation du crédit bancaire aux objectifs des <i>start-up</i>	51
1§) Des difficultés résultant des caractéristiques de l'opération	52
A) Le crédit : un produit de financement inadapté aux <i>start-up</i> eu égard à ses caractéristiques	54
B) Les risques encourus par les <i>start-up</i> : la déchéance du terme	57
C) Les risques encourus par les établissements de crédit : un obstacle au financement des <i>start-up</i>	62
1) Une responsabilité atténuée au fil des évolutions législatives	63
2) L'engagement de la responsabilité d'un établissement de crédit par une <i>start-up</i> sur le fondement du devoir de mise en garde de la banque.....	64
2§) L'inadéquation de certaines sûretés au modèle d'affaires des <i>start-up</i>	70
A) Le nombre faible des sûretés réelles adaptés aux <i>start-up</i>	74
B) L'intérêt relatif des sûretés personnelles pour les <i>start-up</i>	81
Section II : La réglementation des établissements de crédit et son impact sur le financement des <i>start-up</i>	86
1§) Un encadrement strict en matière de fonds propres et son incidence sur le financement des <i>start-up</i>	87
A) L'obligation de constituer des fonds propres en fonction du risque de crédit de l'emprunteur : les accords Bâle I et Bâle II.....	89
B) L'impact du renforcement des ratios prudentiels sur le financement des <i>start-up</i> : l'accord Bâle III	93
2§) Un encadrement de la décision d'octroi de crédit	99
A) Une décision d'octroi de crédit fondée sur les critères objectifs	100
B) Un processus de décision alourdi par les obligations en matière de gouvernance	105
CHAPITRE II : LE FINANCEMENT DES START-UP PAR OFFRE AU PUBLIC DE TITRES FINANCIERS : LES CONTRAINTES ET LES OPPORTUNITES D'UN MOYEN DE FINANCEMENT PROTEIFORME	110
Section I : L'inadéquation relative de l'Offre au public au financement des <i>start-up</i>	120
1§) L'Offre au public de titres : un moyen de financement inadapté aux <i>start-up</i> sur le plan juridique et sur le plan pratique	126

A) Les sources juridiques de l'inadéquation	127
1) Un document d'information inadapté aux jeunes pousses	131
2) La prise en compte du statut PME dans le cadre de l'Offre au public de titres financiers 140	
B) Les sources pratiques de l'inadéquation	143
1) La perspective de la start-up : une opération à coût élevé	143
2) La perspective des intermédiaires : une opération très risquée	147
3) Une opération risquée pour les investisseurs	149
2§) Offre au public comme une notion protéiforme	152
A) L'évolution du cadre juridique du Placement privé et du faible montant	153
1) L'évolution du régime juridique des opérations de Placement jusqu'au Règlement prospectus.....	153
2) Les réformes récentes et le régime actuel des opérations de Placement	160
B) Placement : un moyen de financement réellement adapté aux <i>start-up</i> ?	163
Section II : L'admission à la négociation : une réelle opportunité pour les <i>start-up</i> ?	167
1§) Les principales contraintes du point de vue des <i>start-up</i>	169
A) Les conditions de l'admission à la négociation relativement contraignantes pour les <i>start-up</i> ..	170
1) Une réglementation contraignante applicable aux marchés réglementés	170
2) Les contraintes liées à l'admission à la négociation en pratique : les critères fixés par Euronext Paris	172
B) Les contraintes pesant sur les PME après l'admission à la négociation	175
1) Les contraintes résultant des obligations informationnelles et de l'encadrement des informations diffusées par la société.....	178
2) Les contraintes résultant de la rigidité du droit des sociétés cotées	190
2§) Les marchés secondaires des PME : les allègements actuels vis-à-vis des émetteurs de petite taille.....	193
A) L'assouplissement des contraintes liées à l'admission des titres à la négociation	195
1) Le marché de croissance des PME	196
2) Le « Listing act package » et les allègements applicables aux marchés réglementés et aux systèmes multilatéraux de négociation.....	199
B) Les règles applicables aux marchés dédiées aux PME : Euronext Growth et Euronext Access .	203
1) Euronext Growth : un marché comportant des règles contraignantes au regard des PME 209	
2) Euronext Access : un marché doté de règles d'admission assouplies par rapport à Euronext Growth.....	214
TITRE II : LE CAPITAL-INVESTISSEMENT : UN MOYEN DE FINANCEMENT ADAPTE MAIS INSUFFISANT POUR LE FINANCEMENT DES <i>START-UP</i>	221

CHAPITRE I : L'ADEQUATION DU CAPITAL-INVESTISSEMENT AU FINANCEMENT DES START-UP	228
Section I : Une adéquation résultant de certaines caractéristiques de l'opération et de la souplesse du droit français	232
1§) Les avantages résultant de certaines caractéristiques de l'opération de capital-investissement	233
A) Les avantages résultant des droits conférés par les titres de capital : une position favorable par rapport aux créanciers	233
1) Une possibilité d'exploiter la croissance rapide d'une start-up	234
2) Les avantages relatifs aux droits informationnels et politiques	238
B) La liberté quant à l'évaluation et la négociation avec la <i>start-up</i> : une souplesse vis-à-vis de l'Offre au public de titres	244
1) Une importance quant aux informations échangées et les modalités des échanges	244
2) Une liberté quant à la négociation entre investisseur et start-up et les incertitudes liées à la qualification des accords de principe	250
2§) Un cadre juridique favorable à la liberté dans l'aménagement des rapports des start-up et investisseur	256
A) Les aménagements relatifs à la gouvernance : une liberté de déroger aux droits fondamentaux des associés	260
1) La liberté quant à l'aménagement du droit de vote par voie conventionnelle	262
2) La licéité des clauses permettant de stabiliser le management de la start-up	266
B) Les aménagements relatifs aux droits financiers et le périmètre restreint de l'interdiction des clauses léonines	271
1) Une liberté large quant à l'organisation des droits financiers des investisseurs	273
2) Le champ d'application restreint de l'interdiction des clauses léonines	274
Section II : Une adéquation renforcée par la diversité des titres financiers employés dans le cadre d'une opération de capital-investissement	283
1§) L'adéquation des actions de préférence aux start-up et l'évolution favorable du cadre juridique français	284
A) Un instrument adapté au financement des <i>start-up</i> ayant connu une longue évolution	284
1) Un produit issu d'une longue évolution : la création des actions de préférence	285
2) Un mouvement de simplification initié par l'ordonnance du 24 juin 2004 : la création des actions de préférence	287
B) Les atouts des actions de préférence pour les capitaux-risqueurs	292
1) Un produit répondant aux insuffisances des aménagements statutaires et extrastatutaires	293
2) Un outil doté d'une grande flexibilité : la faculté de convertir et racheter les actions de préférence	296
2§) L'intérêt du recours aux valeurs mobilières donnant accès au capital et les limitations de ces instruments au regard des start-up en phase d'amorçage	298

A) L'adéquation des VMDAC aux jeunes entreprises innovantes	300
1) L'intérêt limité des VMDAC à base obligataire pour les start-up	300
2) L'adéquation des BSA aux start-up	306
B) Le régime juridique et les contraintes relatives à l'émission des BSA	309
1) Les lacunes initiales du régime juridique des BSA	310
2) L'évolution favorable du régime des BSA et les contraintes existantes	314
CHAPITRE II : L'ACCES LIMITE DES <i>START-UP</i> AU CAPITAL-INVESTISSEMENT INTERMEDIÉ	321
Section I : L'importance du capital-investissement intermédié dans le financement des <i>start-up</i>	325
1§) L'importance des intermédiaires dans le cadre d'une opération de capital-investissement.....	326
A) Une réponse aux besoins de financement élevés des <i>start-up</i>	327
1) Une concentration des ressources financières des investisseurs professionnels	327
2) L'accès au financement par le public grâce au capital-investissement intermédié.....	332
B) Une protection des investisseurs grâce à l'intermédiation	334
1) Les principaux avantages résultant du recours au capital-investissement intermédié	335
2) Une protection contre la prise de risque excessif renforcé par le droit français et européen	338
2§) La reconnaissance de l'importance du capital-investissement intermédié en matière du financement de <i>start-up</i> en droit français et européen	349
A) Une approche favorable au financement de l'innovation en droit français	349
1) Les sociétés financières de l'innovation : le premier statut juridique dédié au financement des <i>start-up</i> par capital-investissement intermédié	350
2) Les fonds de capital-investissement dédiés aux jeunes entreprises innovantes	352
B) Une harmonisation favorable au capital-risque intermédié en droit européen.....	359
1) Le règlement EuVECA et la commercialisation des fonds de capital-risque au sein de l'Union européenne.....	361
2) La prise en compte des méthodes de commercialisation propre au capital-risque	365
Section II : Les contraintes propres au financement des <i>start-up</i> par capital-investissement intermédié	368
1§) Les contraintes résultant de l'état de maturité des sociétés cibles et de leur domaine d'activité	368
A) Les contraintes résultant de l'état de maturité de la société cible.....	369
1) Les contraintes résultant des obligations des sociétés de gestion de portefeuille.....	369
2) Les contraintes résultant des quotas d'investissement du FCPI et de la définition de la jeune entreprise innovante	372
B) Les contraintes liées au financement des <i>deeptech</i> et <i>fintech</i>	375
1) L'incompatibilité du modèle d'affaire des fonds de capital-risque avec les <i>deeptech</i>	376
2) Les contraintes liées au financement des <i>fintechs</i> par certains fonds de capital-investissement.....	378

2§) Les contraintes prudentielles et les insuffisances liées à la commercialisation des fonds de capital-risque.....	381
A) Les contraintes prudentielles pesant sur les établissements de crédit et les entreprises d'assurance	382
1) Les contraintes prudentielles pesant sur les établissements de crédit	382
2) Les contraintes prudentielles pesant sur les entreprises d'assurance	387
B) Les divergences dans l'application de la réglementation européenne relative à la gestion collective	392
1) Les contraintes propres aux fonds de capital-investissements ouverts aux particuliers	392
2) Les lacunes de l'harmonisation européenne concernant les incitations fiscales	395

SECONDE PARTIE : LA REPONSE DONNEE PAR L'EVOLUTION TECHNOLOGIQUE AUX INSUFFISANCES DES MOYENS DE FINANCEMENT TRADITIONNELS DU POINT DE VUE DES START-UP 404

TITRE I : LES NOUVEAUX MOYENS DE FINANCEMENT FONDES SUR LES PRODUITS TRADITIONNELS.....413

CHAPITRE I : LE CROWDLENDING COMME REPONSE A CERTAINES INSUFFISANCES DU CREDIT BANCAIRE416

Section I : L'émergence d'un nouveau moyen de financement adapté aux entreprises à risque419

1§) Le crowdlending : une opération présentant des caractéristiques adaptées aux start-up419

A) Les avantages de l'opération de *crowdlending* : un crédit non-bancaire.....420

 1) Les insuffisances du crédit bancaire
 420 |

2) Une réponse apportée par le crowdlending
 421 |

B) Les avantages résultant du modèle d'affaire des plateformes de *crowdlending* : un accès plus rapide et facilité au financement.....423

1) Un accès plus rapide au financement
 424 |

2) Un accès facilité au financement
 425 |

2§) Une catégorie de contrats de prêt adaptés aux start-ups ?427

A) L'absence de sûreté de attachés au contrat de prêt
 428 |

B) ... en contrepartie d'un taux d'intérêt élevé
 429 |

Section II : Un cadre juridique adapté au financement des entreprises à risque ?432

1§) Une adaptation progressive du cadre juridique au financement des start-up433

A) Un recul progressif des limitations qualitatives et quantitatives
 433 |

1) Les limitations contraignantes résultant de l'ordonnance 30 mai 2014
 433 |

2) L'allègement progressive des limitations à travers des réformes législatives
 437 |

B) Un renforcement des obligations informationnelles vis-à-vis des prêteurs
 440 |

1) Le cadre juridique français initial, exigeant en matière d'obligations informationnelles ..
 440 |

2) Le renforcement des obligations informationnelles par le droit européen
 442 |

- 779 -

2§) Un cadre juridique inadapté aux start-up ne disposant pas d'historique financier	444
A) Le renforcement des exigences en matière d'évaluation et de gestion des risques	444
1) Un cadre juridique français souple en matière d'évaluation et de sélection des entreprises	445
2) Les nouvelles exigences résultant du Règlement crowdfunding	446
B) Une adéquation incertaine des exigences résultant du Règlement <i>crowdfunding</i> aux besoins des jeunes entreprises innovantes	447
1) Les exigences lourdes pesant sur les porteurs de projet de faible maturité	447
2) La prise en compte des en compte des spécificités du modèle d'affaire des plateformes de crowdfunding et les caractéristiques des projets financés	450
CHAPITRE II : LE <i>CROWDEQUITY</i> OU LA DEMOCRATISATION DE L'INVESTISSEMENT	
DIRECT DANS LES TITRES NON COTES	454
Section I : L'accessibilité aux particuliers des titres de capital non cotés émis par les start-up	456
1§) Les principaux apports principaux du crowdequity : l'organisation du marché primaire des titres non cotés et les initiatives pour la création d'un marché secondaire	456
A) L'organisation du marché primaire des titres de capital non cotés	457
1) Les insuffisances du marché des titres de capital non cotés avant l'apparition du crowdequity	458
2) La réponse apportée par le crowdequity aux insuffisances susvisées	460
B) Les initiatives en faveur de la création d'un marché secondaire des titres de capital non cotés	461
1) L'absence de volonté de créer un marché secondaire de titres non cotés avant le Règlement crowdfunding	461
2) Une avancée limitée : la possibilité de créer un tableau d'affichage	463
2§) Les insuffisances présentées par le crowdequity par rapport au capital-risque	466
A) Les risques liés à l'opération de <i>crowdequity</i> pour les <i>start-up</i> et les réponses apportées par la pratique	466
1) Les risques de la fragmentation de la structure de capital pour une jeune pousse	466
2) Les risques liés à la compétence des investisseurs particuliers	468
B) La position défavorable des investisseurs dans la phase précontractuelle et dans le suivi de la <i>start-up</i> par rapport aux capitaux-risqueurs	470
1) La position défavorable dans la phase précontractuelle	471
2) Les incertitudes liées au suivi de l'investissement après la prise de participation	476
Section II : Une réponse juridique insuffisante aux risques significatifs encourus par les investisseurs particuliers	480
1§) Une souplesse juridique grandissante au détriment de la protection des investisseurs particuliers	481
A) La protection des investisseurs sous le régime mis en place par l'ordonnance du 30 mai 2014	481
1) Une protection des investisseurs à travers des limitations au regard de produits	482

2) La protection des investisseurs à travers des limitations relatives à la structure des sociétés	484
B) La réduction des mesures protectrices après l'entrée en vigueur du règlement européen de <i>crowdfunding</i>	486
1) L'effacement des limitations liées aux produits: une mesure pertinente ?	487
2) Des limitations maintenues en matière du droit des sociétés	489
2§) Des obligations de bonne conduite insuffisantes pour pallier les risques résultant de la position défavorable des investisseurs	490
A) Un cadre juridique protecteur fondé sur l'évaluation de la connaissance et l'expérience des investisseurs	490
1) La mise en place d'un cadre juridique protecteur	491
2) Une protection renforcée par le règlement européen de <i>crowdfunding</i>	496
B) L'insuffisance du dispositif français et européen pour lutter contre la qualité d'information dégradée des investisseurs (par rapport aux <i>business angels</i> ou aux professionnels de l'investissement)	500
1) La due diligence des projets admis sur la plateforme	501
2) Les lacunes liées au suivi de l'investissement	503

TITRE II : LES MOYENS DE FINANCEMENT FONDES SUR LES NOUVEAUX

PRODUITS DE FINANCEMENT510

CHAPITRE I : LE *REWARD BASED CROWDFUNDING* : L'ACCES AU FINANCEMENT DES *START-UP* EN PHASE DE CREATION.....515

Section I : Un moyen de financement adapté aux *start-up* en phase de création mais connaissant des fortes limitations.....517

1§) Un moyen de financement adapté aux <i>start-up</i> en phase de création	518
A) Une adéquation du point de vue des <i>start-up</i>	518
1) Technique de prévente permettant de tester les marchés	518
2) Un outil de financement ne présentant pas les contraintes propres aux financements par le capital ou par la dette	521
B) Une adéquation du point de vue des participants à la campagne de <i>crowdfunding</i>	522
1) Des risques supportés par les contributeurs amoindris par rapport aux <i>crowdequity</i> et <i>crowdlending</i>	523
2) Les risques associés à la sélection et ceux survenant après l'achat du produit moins importants.....	524
2 §) Un moyen de financement d'utilité limitée pour des raisons pratiques et juridiques	527
A) Un moyen de financement destiné à une catégorie limitée de souscripteurs	527
1) La source des limitations : les difficultés liées à la cession et à la durée de vie des droits à une récompense	528

2) Les conséquences de ces limitations : l'utilité réduite pour les personnes souhaitant réaliser un investissement.....	530
B) Un moyen de financement présentant des contraintes importantes pour l'entreprise financée...	531
1) Les limites liées à l'emploi des fonds levés par l'entreprise	531
2) Les obstacles au regard des entreprises selon leurs modèles d'affaires	533
Section II : L'adéquation incertaine du cadre juridique français <i>reward based crowdfunding</i> au financement des <i>start-up</i>	535
1§) L'existence d'un cadre juridique résultant du droit de la consommation contraignant au regard des spécificités des <i>start-up</i> mais favorable aux consommateurs	536
A) Les obligations en matière de délai et modalités de livraison des produits	537
1) L'obligation d'indiquer un délai fixe dans le contrat.....	537
2) Les conséquences de l'absence d'indication d'un délai fixe dans le contrat.....	541
B) L'émergence d'un nouveau cadre juridique au regard des produits et services numériques	542
1) Un renforcement des obligations informationnelles et de la garantie de conformité en cas de vente de biens et services numériques	543
2) Une évolution contraignante vis-à-vis des <i>start-up</i>	547
2§) L'absence de cadre réglementaire propre aux intermédiaires de <i>reward based crowdfunding</i> : une lacune au regard du financement des <i>start-up</i>	549
A) Le cadre juridique français : l'incertitudes quant à l'applicabilité du statut d'IFP aux plateformes de <i>reward based crowdfunding</i>	549
1) Le champ d'application restreint du cadre juridique mis en place par le législateur français	550
2) Un encadrement « indirect » du <i>reward based crowdfunding</i> en France.....	551
B) L'absence de régulation européenne des plateformes des plateformes <i>reward based crowdfunding</i> par Règlement <i>crowdfunding</i>	554
1) Un choix peu protecteur vis-à-vis des participants à la campagne	554
2) Des risques réduits en raison de l'encadrement européen des places de marché en ligne	555
CHAPITRE II : L'OFFRE AU PUBLIC DE JETONS : UN MOYEN DE FINANCEMENT PRESENTANT DES OPPORTUNITES POUR LES <i>START-UP</i> ET DES RISQUES POUR LES SOUSCRIPTIONNAIRES	562
Section I : Des opportunités et des risques plus importants que le <i>reward based crowdfunding</i> en matière de financement des <i>start-up</i>	565
1§) Des opportunités plus importantes par rapport au <i>reward based crowdfunding</i>	566
A) Un produit accessible aux <i>start-up</i> très jeunes et conçu pour les entreprises du numérique	566
1) Un produit intéressant pour les <i>start-up</i> en phase d'amorçage	566
2) Un produit utilitaire conçu pour les entreprises du numérique.....	569
B) Un produit doté d'un marché secondaire	570
1) L'existence d'un marché secondaire.....	571
2) Un actif intéressant pour les personnes ayant des motivations purement financières	573

2§) Les risques plus importants par rapport au reward based crowdfunding et les faiblesses résultant de la position des souscripteurs.....	575
A) Les risques importants liés à la sélection du jeton et au suivi de l'émetteur	576
1) La nécessité d'évaluer le potentiel de croissance de l'émetteur	576
2) La nécessité de suivre l'évolution de l'émetteur de jeton	577
B) La position défavorable du souscripteur de jeton	578
1) La position défavorable résultant de l'absence d'intervention de l'intermédiaire régulé dans l'opération d'émission.....	579
2) La situation très vulnérable du détenteur du jeton en raison de l'absence des droits politiques et informationnelles	584
Section II : Un cadre juridique allégé par rapport à celui applicable aux instruments financiers : quelle incidence sur le financement des <i>start-up</i> ?	586
1§) Un cadre de l'offre au public adapté à des jeunes pousses mais peu protecteur pour les souscripteurs	590
A) L'élaboration d'un document d'information adapté aux entreprises innovantes et en phase de démarrage	590
1) Un document d'information adapté à la taille des PME.....	591
2) Un renforcement des informations liées à la technologie par rapport à l'offre au public de titres	594
B) Une souplesse dangereuse au regard du cadre juridique régissant le processus d'émission	596
1) L'absence de de contrôle à priori des offres au public de jetons	597
2) L'évolution initiée par le Règlement MiCA : une évolution suffisante ?	599
2§) Un cadre juridique allégé régissant la négociation des jetons : une contradiction avec les principes de transparence du marché.....	600
A) L'allègement temporaire des obligations de <i>due diligence</i>	602
1) L'absence de due diligence dans le régime juridique mis en place par la loi PACTE	603
2) La création d'une obligation de due diligence adaptée aux start-up par le règlement MiCA	604
B) Un cadre juridique allégé s'agissant des règles relatives à la transparence des marchés	605
1) L'absence d'obligations relatives au reporting financier	605
2) L'allègement des règles relatives aux abus de marché	607
Conclusion générale.....	616
Annexes.....	627
Annexe 1 : Projet loi relatif au financement des jeunes entreprises innovantes	627
Annexe 2 : Proposition de règlement européen modifiant les règlements (UE) 2020/1503 et (UE) 2023/1114	635

Annexe 3 : Tableau comparatif relatif aux dispositions projet de loi relatif au financement des jeunes entreprises innovantes	641
Annexe 4 : Tableau comparatif relatif aux dispositions règlement du parlement européen et du conseil modifiant les règlements (UE) 2020/1503 et (UE) 2023/1114 (texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)	658
<i>Bibliographie</i>.....	676
<i>Index</i>	771