

# Le financement participatif - législation européenne et américaine

**KRAMER LEVIN**

**Reid Feldman**  
**Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP**  
*Avocats à la Cour*  
47, avenue Hoche  
75008 Paris, France  
telephone: + (33) 1 44 09 46 03  
rfeldman@kramerlevin.com

le 30 septembre 2013

Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP

# La législation européenne (1/2)

- Directive 2003/71 concernant les prospectus (modifiée par les directives 2008/11, 2010/73 et 2010/78)
  - Règle générale :
    - obligation pour les Etats membres d'exiger la publication d'un prospectus (approuvé par une autorité compétente) préalablement à toute offre au public dépassant un certain seuil (pour une offre dans l'EEA sur 12 mois),
    - fixation du seuil maximum à 5.000.000 €, mais les Etats membres peuvent fixer le seuil à un montant inférieur
  - Exception notamment pour les offres de valeurs mobilières :
    - adressées uniquement aux investisseurs qualifiés, c'est-à-dire certains institutionnels et entreprises et des particuliers remplissant au moins deux des critères suivants :
      - ayant effectué en moyenne 10 transactions d'une taille significative par trimestre pendant les quatre derniers trimestres ;
      - possédant un portefeuille d'instruments financiers dépassant 500.000 € ;
      - ayant occupé depuis au moins un an dans le secteur français un poste requérant une connaissance des transactions/services ;
    - adressées à moins de 150 personnes physiques ou morales par Etat membre, autres que les investisseurs qualifiés ; ou
    - dont le montant total dans l'UE est inférieur à 100.000 € (sur 12 mois).
- Directive 2013/36 dite « CRD4 » concernant les établissements de crédit et Règlement 575/2013
  - Règle générale : obligation pour les Etats membres d'interdire aux personnes qui ne sont pas des établissements de crédit agréés « *d'exercer l'activité de réception de dépôts et d'autres fonds remboursables du public* »
  - Etablissement de crédit = « *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* », ou un établissement de monnaie électronique
  - N.B. Selon la Commission Européenne, « *les microprêteurs qui ne reçoivent pas de dépôts [du public] ne sont pas tenus d'obtenir un agrément [ . . . ] à moins que les Etats membres n'adoptent une ligne plus stricte en permettant uniquement aux établissements bancaires agréés d'accorder des microcrédits.* » - Rapport sur l'application de la directive 2006/48/CE au microcrédit, 18.12.2012
- Directive 2004/39 concernant les marchés d'instruments financiers (MIF) (modifiée par les directives 2006/31, 2007/44, 2008/10 et 2010/78)
  - Règle générale : la fourniture des services d'investissement ou l'exercice d'activités d'investissement en tant qu'occupation ou activité habituelle à titre professionnelle nécessite un agrément
  - Les services d'investissement comprennent notamment le conseil d'investissement, c'est-à-dire « *la fourniture de recommandations personnalisées à un client, soit à sa demande soit à l'initiative de l'entreprise d'investissement, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur de instruments financiers* »
  - Possibilité pour les Etats membres de ne pas exiger l'agrément en l'absence de détention de fonds ou de titres des clients

# La législation européenne (2/2)

- Directive 2007/64 concernant les services de paiement
  - Règle générale : la fourniture des services de paiement nécessite un agrément
  - Services de paiement = notamment les services permettant de verser des espèces sur un compte de paiement, toutes les opérations qu'exige la gestion d'un compte de paiement, l'exécution d'opérations de paiement, les transmissions de fonds, . . .
  - Diversité dans la mise en application de cette règle
- Directive 2009/110 relative à la monnaie électronique
  - Règle générale : les émetteurs de monnaie électronique doivent obtenir l'agrément prévu par la directive 2007/64
  - Monnaie électronique = « *une valeur monétaire qui est stockée sous une forme électronique [. . .] représentant une créance sur l'émetteur, qui est émise contre la remise de fonds aux fins d'opérations de paiement [. . .] et qui est acceptée par une personne physique ou morale autre que l'émetteur de monnaie électronique* »
- Directive 2011/61 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (« FIA »)
  - Règle générale : les FIA doivent être gérés par un gestionnaire agréé
  - FIA = des organismes de placement collectif qui « *lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ces investisseurs* », autres que des OPCVM (déjà soumis à l'obligation d'avoir un gestionnaire agréé)
- Directive 2005/60 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme
  - Règle générale : des obligations et procédures spécifiques sont applicables aux établissements de crédit et aux établissements
  - Les Etats membres sont invités à étendre ces obligations et procédures à d'autres professions et catégories d'entreprises « *qui exercent des activités qui sont particulièrement susceptibles d'être utilisées à des fins de blanchiment de capitaux ou de financement du terrorisme* ».

# La législation des Etats membres (1/2)

- Diversité dans la fixation du seuil (offre dans l'EEA sur 12 mois) pour l'obligation d'établir un prospectus
  - Seuil de 100.000 € : Belgique, France, Allemagne, . . .
  - Seuil de 5.000.000 € : Italie, Royaume Uni, . . .
  - Autres seuils : 2.500.000 € (Pays-Bas), 1.500.000 € (Finlande), 1.000.000 € (République Tchèque), . . .
  - Possibilité d'établir des régimes particuliers pour certaines émissions en deçà de 5.000.000 € - par exemple, en France le régime spécifique pour les émissions jusqu'à 5.000.000 € (2.500.000 € si cotation sur un SMN) limitée à 50% du capital existant de l'émetteur
- Diversité dans l'étendue du monopole bancaire : dans de nombreux pays, l'activité de prêteur n'est pas soumise à un agrément
- Première législation spécifique en Europe pour le financement participatif : Italie (voir ci-après)
- Autres pays ayant une réforme législative ou une réflexion en cours : France, Royaume Uni, Autriche, . . .

# La législation des Etats membres (2/2)

Italie : décret-loi 179/2010, loi 221/2012 et règlement CONSOB 26/6/2013

- La législation établit un cadre pour le financement participatif des petites sociétés créées récemment et exerçant des activités dans secteurs innovants et technologiques (« *le start-up innovative* ») ou à vocation sociale
- Les sociétés financées doivent répondre aux critères suivants :
  - société non-cotée, constituée depuis moins de 48 mois, ayant son siège principal en Italie, n'ayant pas distribué de bénéfices et ayant une valeur totale de production annuelle inférieure à 5.000.000 €
  - ayant pour objet :
    - soit à titre exclusif une activité sociale
    - soit à titre principal le développement, la production et la commercialisation de produits ou services innovants de haute valeur technologique, et à condition que la société réponde à l'un au moins des critères suivants :
      - réalise des investissements dans le R&D à hauteur d'au moins 15% de ses coûts ou (si elle est supérieur) de la valeur de sa production
      - a un effectif composé de plus d'un tiers de titulaires d'un doctorat de recherche ou de diplômés de niveau mastère engagés dans des activités de recherche
      - détient des droits commerciaux sur des inventions industrielles, électroniques ou biotechnologiques ou des nouvelles variétés végétales
- Les gestionnaires des plateformes de soutien à cette activité qui ne sont pas des établissements de crédit ou des sociétés de gestion (SIM) doivent être inscrits sur un registre tenu par la CONSOB
- Les fonds collectés doivent être déposés auprès d'un établissement de crédit et les ordres de souscriptions d'instruments financiers doivent être transmis pour traitement à un établissement de crédit ou à une société de gestion sauf pour les investissements en deçà des seuils suivants : 500 € par ordre et 1.000 € par an pour les investissements de personnes physiques et 5.000 € par ordre et 10.000 € par an pour les personnes morales

# La législation américaine (1/2)

JOBS Act (*Jumpstart Our Business Startups Act*) du 5 avril 2012, Title III

- Un intitulé parlant (bien que maladroit) : *CROWDFUND Act = Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Nondisclosure Act of 2012*
- La législation établit une exemption des obligations de mettre à disposition des investisseurs un prospectus pour les offres ou les cessions de titres, à condition que :
  - le montant de la cession des titres à l'ensemble des investisseurs pendant les 12 derniers mois ne dépasse pas 1.000.000 \$ ;
  - le montant total des cessions de titres par l'émetteur à chaque investisseur ne dépasse pas :
    - pour un investisseur dont le revenu annuel ou l'actif net est inférieur à 100.000 \$ : 5% de ce revenu ou de cet actif net (mais au minimum 2.000 \$)
    - pour un investisseur dont le revenu annuel ou l'actif net s'élève à 100.000 \$ au moins : 10% de ce revenu ou de cet actif net (mais au maximum 100.000 \$) ;
  - la plateforme servant d'intermédiaire soit indépendante des émetteurs, ne rémunère pas d'intermédiaires, s'assure que les investisseurs soient informés des risques, vérifie certaines informations relatives aux dirigeants de l'émetteur et des associés détenant plus de 20% de son capital, ne permette pas le transfert de fonds à l'émetteur qu'après que la cible de collecte soit atteinte et mette en place des mesures destinées à limiter les investissements dans de tels émetteurs aux limites énoncées ci-dessus ;
  - l'émetteur ne fasse pas de publicité sauf à travers la plateforme, révèle des accords concernant la rémunération des intermédiaires et fournisse certaines informations à la SEC (identité des dirigeants et associés détenant plus que 20% du capital ; business plan ; structure de l'émission et informations financières, y compris des états financiers certifiés soit par les dirigeants, soit – pour une émission dépassant 100.000 \$ – un comptable indépendant, soit – pour une émission dépassant 500.000 \$ – un commissaire aux comptes).
- La législation ne rentrera en vigueur qu'après la promulgation d'un règlement (*rules*) par la SEC
  - De nombreux commentaires ont été communiqués mais le projet du règlement ne sera publié qu'au quatrième trimestre 2013
  - La version définitive du règlement ne sera promulguée qu'en 2014

# La législation américaine (2/2)

Législation portant sur les placements privés pour les investisseurs qualifiés (cible de certains sites *crowdfunding*)

- Les offres ne constituant pas d'offre au public comprennent notamment :
    - offre aux *accredited investors* (Rule 504)
      - certains établissements financiers (banques, assureurs, etc.), fonds, et entreprises (ayant des actifs dépassant 5.000.000 \$) et
      - des personnes physiques ayant des actifs (résidence principale non comprise) d'au moins 1.000.000 \$ ou un revenu annuel récurrent d'au moins 200.000 \$ (300.000 \$ pour un couple marié)
    - offre aux *qualified institutional buyers* (QIB) (Rule 144A), notamment certaines entreprises ou fonds ayant un actif sous gestion discrétionnaire d'au moins 100.000.000 \$ et certains intermédiaires (*dealers*)
  - Deux rescrits de mars 2013 (FundersClub et AngelList) confirment la possibilité pour les plateformes de financement participatif de viser aux Etats-Unis des investisseurs qualifiés, à condition de respecter deux conditions :
    - l'absence de publicité généralisée concernant des investissements spécifiques, les communications à ce sujet étant limitées aux seuls investisseurs qualifiés ; et
    - le respect par les animateurs des plateformes des obligations déclaratives attachées à l'activité de conseil en investissements financiers.
- Le même modèle peut être adopté par des plateformes françaises
- Le Titre II du JOBS Act a libéralisé le régime applicable aux placements privés destinés aux investisseurs ayant la qualité d'*accredited investor* ou de QIB, et prévoit à compter du 23 septembre 2013 (date d'effet des *rules* de la SEC) :
    - la possibilité, sous certaines conditions, que l'offre fasse l'objet d'une publicité généralisée (*general solicitation* et/ou *general advertising*) y compris par internet, sans pour autant entraîner l'application du régime général applicable aux offres au public ;
    - l'exonération, pour des plateformes de *private placement* employant une telle publicité généralisée, des obligations applicables à l'activité de *broker/dealer*.

QUESTIONS?

**KRAMER LEVIN**