



HAL
open science

**LE FINANCEMENT DES PME ET
MICRO-ENTREPRISES (MIC) : DU
DÉVELOPPEMENT D'INSTRUMENTS A
L'ENCOURAGEMENT DE MARCHÉS DE
FINANCEMENT. OBSERVATIONS
RÉTROSPECTIVES ET ACTUELLES DU DROIT
FRANÇAIS**

Jean-Christophe Duhamel

► **To cite this version:**

Jean-Christophe Duhamel. LE FINANCEMENT DES PME ET MICRO-ENTREPRISES (MIC) : DU DÉVELOPPEMENT D'INSTRUMENTS A L'ENCOURAGEMENT DE MARCHÉS DE FINANCEMENT. OBSERVATIONS RÉTROSPECTIVES ET ACTUELLES DU DROIT FRANÇAIS. 2018. halshs-01699510

HAL Id: halshs-01699510

<https://shs.hal.science/halshs-01699510>

Preprint submitted on 2 Feb 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

**LE FINANCEMENT DES PME ET MICRO-ENTREPRISES (MIC) : DU
DÉVELOPPEMENT D'INSTRUMENTS A L'ENCOURAGEMENT DE MARCHÉS DE
FINANCEMENT
OBSERVATIONS RÉTROSPECTIVES ET ACTUELLES DU DROIT FRANÇAIS**

Jean-Christophe DUHAMEL
Docteur en droit privé
Ingénieur de Recherche, Faculté de Droit – Université de Lille
CRDP (Bur. R.2.11.)
1, place Déliot / CS n° 10 629 - 59024 Lille Cedex
Tél. bur. : + 33 (0)3.20.90.75.68.

Résumé : *L'analyse des structures de bilan des PME et micro-entreprises (MIC) françaises témoigne d'une forte dépendance à l'égard de la dette, et spécifiquement du crédit bancaire. Cette situation peut juridiquement s'expliquer par les faibles leviers de diversification des instruments de financement offerts à la SARL, forme sociétaire choisie très majoritairement par les PME et MIC. La montée en puissance de la SAS pourrait permettre à ces dernières de bénéficier d'une palette d'outils financiers plus variés, même si l'interdiction qui lui est faite de recourir à des offres au public demeure un handicap important. Il apparaît alors nécessaire pour le droit d'encourager le développement des marchés de financement alternatifs. C'est précisément cette voie qu'a empruntée récemment la loi française en promouvant le crowdfunding ; de même, elle a su redonner toute sa force au contrat de financement en droit des sociétés, ce qui ne peut amener qu'à renforcer la sécurité juridique et la confiance dans les opérations de private equity bénéficiant aux PME françaises.*

1. Introduction

2. La diversification des ressources financières des entreprises par le développement d'instruments de financement : une approche décevante pour les PME et MIC françaises

2.1 L'instrument de financement, un outil principalement promu dans les sociétés par actions au travers du droit des valeurs mobilières

2.2 La SARL, l'oubliée des instruments de financement

3. Le financement participatif (crowdfunding), un marché de financement en expansion

3.1 Le financement participatif sous forme de titres financiers

3.2 Le financement participatif sous forme de prêts ou de dons

4. Le capital-investissement (private equity), un marché accompagné par le droit des sociétés

4.1 La liquidité de l'investissement

4.2 La liquidité de l'investissement

1. INTRODUCTION

En droit français, les catégories traditionnelles de sociétés commerciales s'estompent. Ce constat prend appui sur un mouvement d'uniformisation progressive de leur régime juridique, mouvement qui n'épargne plus qu'en partie la société anonyme (SA). Tendent ainsi à se généraliser l'absence de montant minimum de capital social, l'abaissement du nombre minimum d'associés voire l'unipersonnalité, ou encore la variété d'apports réalisables. Parallèlement, s'impose une nouvelle *summa divisio* articulée autour des capacités de la personne morale à drainer de la ressource financière. Un tel constat est tiré, depuis nombre d'années¹, de l'observation du fossé juridique qui existe entre les sociétés offrant au public leurs titres financiers, de surcroît celles dont les actions sont admises aux négociations sur un marché financier², et toutes les autres. Même les plus petites sociétés cotées subissent aujourd'hui une réglementation nettement plus lourde que les entreprises non cotées, dont la taille pourrait pourtant être potentiellement bien plus importante d'un point de vue économique... De la sorte, deux catégories majeures de sociétés commerciales coexisteraient aujourd'hui : celle représentant une infime minorité d'entreprises, structurées sous forme de SA, dont l'encadrement juridique exigeant est la contrepartie d'opportunités de financement importantes en volume et variées en nature, et celle comportant une offre de formes sociétaires variée à destination d'une immense majorité d'entreprises dont le financement standardisé est fondé le plus souvent sur l'intermédiation bancaire.

Cette seconde catégorie est composée de la plupart des PME et, *a fortiori*, des micro-entreprises (MIC) françaises sous forme sociétaire³. La faible diversification de leurs ressources financières externes les rend dépendantes du crédit bancaire, ce qui constitue un handicap comme l'histoire récente a pu le démontrer. La crise financière de 2008 a rapidement évolué en crise du financement des entreprises en raison du tarissement des prêts consentis par les établissements de crédit. Cette crise frappa de manière brutale les PME dans la plupart des économies européennes, et ce à la fois dans leur capacité d'investissement, mais aussi et surtout dans leur exposition au défaut de paiement par des besoins en fonds de roulement non satisfaits⁴. Même si l'intermédiation bancaire demeurera toujours un levier majeur de financement des entreprises, en particulier s'agissant des facilités de crédit à court terme nécessaires pour répondre aux contraintes d'exploitation, l'optique de diversification des ressources des PME apparaît toutefois comme un but désirable qui mérite réflexion⁵. Pour mener une analyse éclairée dans ce domaine, il importe d'abord de savoir d'où partent ces PME et MIC françaises, à la fois en termes de structure de bilan et de structure juridique.

¹ V. déjà : Boizard (M.), *La distinction entre la société cotée et la société non-cotée comme summa divisio du droit des sociétés*, thèse Paris 2, 2002 ; François (B.), *L'appel public à l'épargne, critère de distinction des sociétés de capitaux*, thèse Paris 2, 2003.

² Qu'on peut évaluer à un peu moins de 1000 en France. Au 1^{er} mai 2017, 981 lignes de cotation "actions" étaient admises sur le marché parisien (Euronext Paris : 569 ; Alternext Paris : 191 ; Marché Libre Paris : 221).

³ Au sens de l'art. 3 du décret n° 2008-1354 du 18 décembre 2008, les critères de classification des entreprises sont :

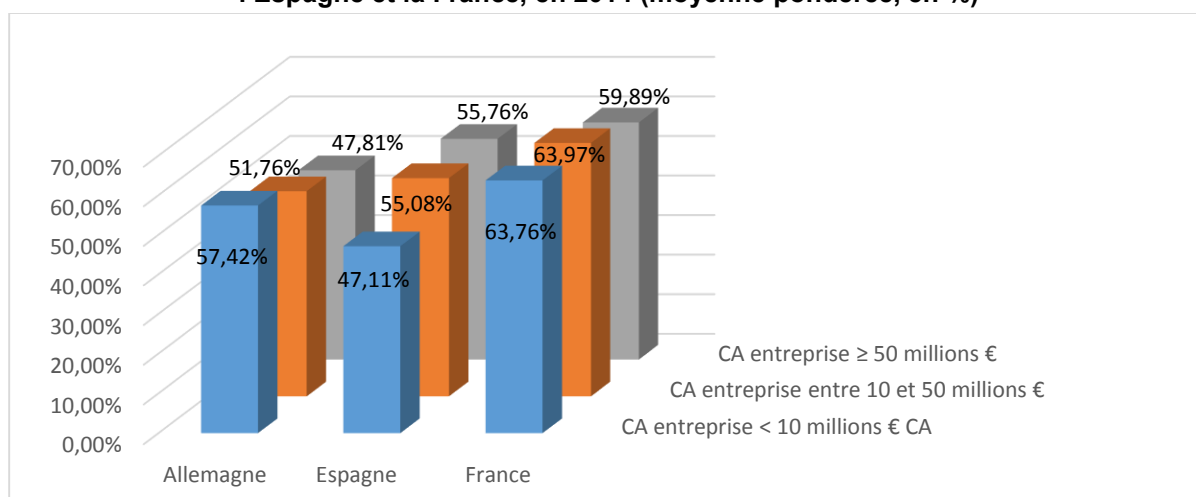
- Microentreprise (MIC) : < 10 personnes ; CA ou Total bilan ≤ 2 millions €
- Petite et moyenne entreprise (PME) : < 250 personnes ; CA ≤ 50 millions € ou Total bilan ≤ 43 millions €
- Entreprise de taille intermédiaire (ETI) : < 5.000 personnes ; CA ≤ 1.500 millions € ou Total bilan ≤ 2.000 millions €
- Grande entreprise (GE) : entreprises qui ne sont pas classées dans les catégories précédentes.

⁴ V. le rapport de l'OCDE, *L'impact de la crise mondiale sur le financement des PME et de l'entrepreneuriat et les réponses en termes d'action des pouvoirs publics*, 2009.

⁵ V. par ex. Rameix (G.), Giami (T.), *Rapport sur le financement des pme-eti par le marché financier*, novembre 2011.

Les statistiques⁶ amènent à confirmer la grande importance du crédit. D'abord, le niveau des dettes comptables de ces entreprises dépasse celui de leurs capitaux propres, à l'image le plus souvent de leurs homologues allemandes ou espagnoles par exemple. Parmi ces dettes de bas de bilan, le crédit bancaire se place en première position, même si l'importance des prêts d'associés, qui prennent usuellement la forme de comptes courants, est loin d'être négligeable :

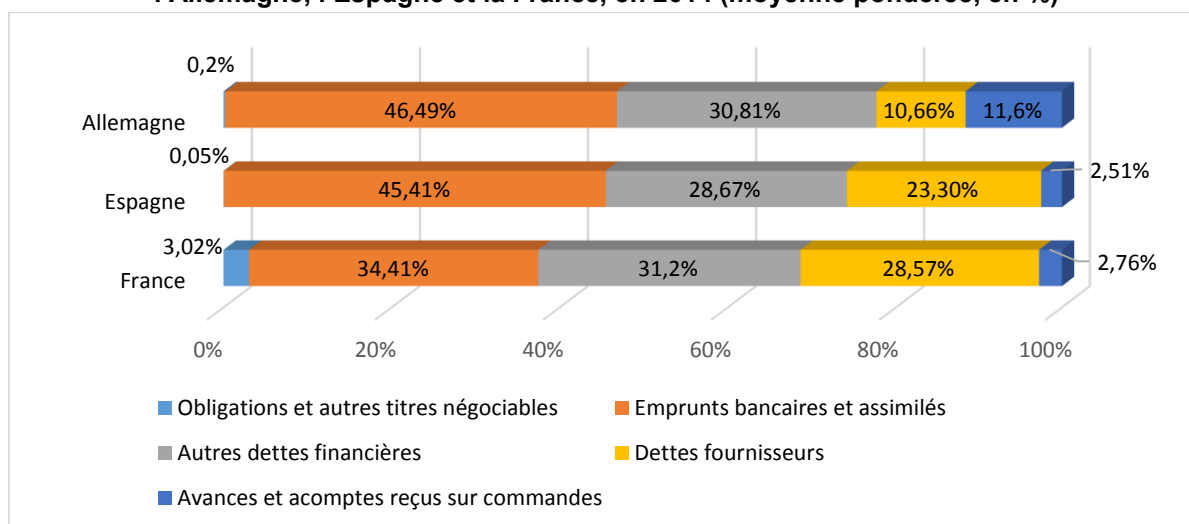
Ratio Dettes (provisions exclues) / Total des actifs, par taille d'entreprise, pour l'Allemagne, l'Espagne et la France, en 2014 (moyenne pondérée, en %)⁷



(Source : extraction de données à partir de la base BACH)

Lecture : en Allemagne, en 2014, les dettes des entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 10 millions € représentent 57,42 % du montant total de leurs actifs.

Répartition des principaux types de dette dans les entreprises de < 50 millions € CA, pour l'Allemagne, l'Espagne et la France, en 2014 (moyenne pondérée, en %)



(Source : idem)

Lecture : en France, en 2014, 28,57 % du total des dettes intégrant le champ de répartition sont des dettes fournisseurs.

⁶ Issues d'extractions à partir de la base de données BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized), accessible à l'adresse <https://www.bach.banque-france.fr/?lang=en>

⁷ La comparabilité entre pays est légèrement altérée par l'indisponibilité de données pour certains postes de dettes dans la base BACH ou par leur non-comptabilisation en dettes, à savoir :

- Allemagne : dettes non-financières (autres que les dettes commerciales et les avances et acomptes reçus sur commandes), dettes différées (dettes fiscales et produits constatés d'avance) ;
- France : dettes non-financières non-courantes, dettes fiscales différées.

Seconde réalité confirmée par les chiffres⁸, les PME et les MIC françaises sont très majoritairement structurées en sociétés à responsabilité limitée (SARL), même si la société par actions simplifiée (SAS) commence à représenter une part non négligeable du parc sociétaire français :

Répartition des types de sociétés commerciales par tranches significatives d'effectifs salariés, au 1^{er} janvier 2016 (en%)

| | Sociétés commerciales < 10 salariés (critère MIC) | Sociétés commerciales de 10 à 249 salariés (critère PME) | Sociétés commerciales de 250 à 4999 salariés (critère ETI) | Sociétés commerciales ≥ 5000 salariés (critère GE) |
|-------------------------|---|--|--|--|
| SARL (y c. EURL) | 78,5% | 49,6% | 4,8% | 2,5% |
| SA | 1% | 7,2% | 23% | 45,5% |
| SAS (y c. SASU) | 18,9% | 42% | 68,3% | 48,8% |

Source : extraction de données à partir de la base "Démographie des entreprises et des établissements", INSEE (actualisation au 28/09/2017).

Lecture : 48,8% des sociétés comptant au moins 5000 salariés sont des SAS.

Ces statistiques sont très complémentaires et cohérentes entre elles, dans la mesure où la forme juridique de l'entreprise conditionne pour beaucoup sa structure de bilan. Autrement dit, le régime juridique de la SARL, peu audacieux, n'offre guère de place à des instruments de financement diversifiés, l'essentiel des outils en la matière ayant été développés pour des entreprises structurées sous forme de sociétés par actions (I). Face donc à l'inadaptation du "vêtement juridique"⁹ le plus commun des PME et MIC françaises sur ce terrain des outils de financement, l'éventualité de promouvoir des marchés de capitaux, autres que les marchés de négociation de titres financiers, s'impose à l'esprit tant elle paraît opportune. C'est cette voie que dessine le marché du financement participatif (II), dont la vocation à dépasser le "sponsoring - coup de cœur" est de plus en plus assumée, mais aussi le secteur de l'investissement en capital (*private equity*) (III).

⁸ Issus d'extractions à partir de la base "Démographie des entreprises et des établissements", INSEE, accessible pour 2006 à 2014 à l'adresse <https://www.insee.fr/fr/statistiques/2544975#consulter-sommaire>, et pour l'année 2015 à l'adresse <https://www.insee.fr/fr/statistiques/2538611#consulter-sommaire>.

⁹ Sur cette expression héritée de la "doctrine de l'entreprise" en France, v. not. Goffaux-Callabaut (G.), "La définition de l'intérêt social. Retour sur la notion après les évolutions législatives récentes", *RTD com.* 2004, p. 36.

2. LA DIVERSIFICATION DES RESSOURCES FINANCIÈRES DES ENTREPRISES PAR LE DÉVELOPPEMENT D'INSTRUMENTS DE FINANCEMENT : UNE APPROCHE DÉCEVANTE POUR LES PME ET MIC FRANÇAISES

La diversification des ressources financières des PME et MIC doit s'entendre d'un éventail de financement profitant à l'ensemble du bilan, à la fois en fonds propres et en dettes. Il s'agit d'offrir aux "petites" sociétés des possibilités qui dépassent les émissions de titres de capital ordinaires et la souscription d'emprunts bancaires, ou encore, pour les sociétés par actions, les émissions obligataires. Bien qu'imprécise, la notion d'instruments de financement doit être préférée à la catégorie d'instruments financiers¹⁰, en ce qu'elle embrasse une variété plus étendue d'outils pouvant figurer au bilan des PME et des MIC. Pour autant, le développement desdits instruments de financement a été pensé avant tout au profit des sociétés par actions, dont on rappellera qu'elles structurent minoritairement les PME et MIC en France (A) ; la SARL apparaît en effet quelque peu oubliée à cet égard (B).

2.1 L'INSTRUMENT DE FINANCEMENT, UN OUTIL PRINCIPALEMENT PROMU DANS LES SOCIÉTÉS PAR ACTIONS AU TRAVERS DU DROIT DES VALEURS MOBILIÈRES

En France, les premiers instruments de financement qui ont entendu dépasser le diptyque émission de droits sociaux ordinaires / intermédiation bancaire ont été mis au service du renforcement des fonds propres des SA à partir de la fin des années 70¹¹, lesquelles à l'époque représentaient un volume non négligeable de PME. L'objectif était d'orienter l'épargne vers le financement des entreprises, en offrant à celles structurées sous forme de sociétés par actions la possibilité d'émettre des valeurs mobilières qui opéraient une rupture entre le capital et le pouvoir de gestion. Sont ainsi d'abord apparues les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (ADPSDV) en 1978¹², titres de capital qui ne connurent toutefois qu'un faible succès et qui ne participèrent aucunement au renforcement des fonds propres des entreprises françaises, et encore moins des PME¹³.

Très peu de temps après les ADPSDV, en 1983¹⁴, étaient apparus les certificats d'investissement (CI), parties démembrées d'une action ordinaire, conférant des prérogatives uniquement financières alors que leurs compléments, les certificats de droit de vote, ne conféraient qu'une prérogative politique dans la société. Une fois de plus, la logique d'amélioration des fonds propres des SA sans dilution corrélative du pouvoir était à l'œuvre dans cette initiative¹⁵, laquelle ne concerna toutefois pas en pratique le financement des PME, mais celui des plus grandes sociétés par actions.

¹⁰ V. art. L. 211-1 c. mon. fin. : pour rappel, les instruments financiers se divisent en titres financiers (titres de capital émis par les sociétés par actions, obligations et titres de créance négociables, parts ou actions d'OPCVM) et en contrats financiers (essentiellement des instruments dérivés sur instruments financiers, devises, taux d'intérêt, marchandises...).

¹¹ Cordier (B.), *Le renforcement des fonds propres dans la société anonyme*, LGDJ, 1989, t. 204.

¹² Loi n° 78-741 du 13 juillet 1978, relative à l'orientation de l'épargne vers le financement des entreprises, *JCP* 1978.III.47473.

¹³ V. Dailly (E.), avis n° 78 (1982-1983), fait au nom de la commission des lois du Sénat, déposé le 2 novembre 1982, spéc. p. 36.

¹⁴ Loi n° 83-1 du 3 janvier 1983.

¹⁵ Bouloc (B.), "Les nouvelles valeurs mobilières : les certificats d'investissement et les titres participatifs", *Rev. sociétés* 1983, pp. 501-529, spéc. p. 506.

Les ADPSDV et les CI ont été remplacés par une nouvelle catégorie générique d'actions en 2004¹⁶, dites de préférence. Marquée par une grande liberté contractuelle, permettant l'attribution de privilèges pécuniaires et politiques particuliers mais aussi la suppression de tout droit de vote, cette nouvelle variété d'actions fut elle aussi perçue comme un moyen d'accroître le haut de bilan de l'entreprise sans risquer systématiquement de diluer le pouvoir juridique au détriment des actionnaires en place¹⁷. De manière plus spécifique, on y voit un instrument usuel du capital-investissement dans les PME¹⁸, tant dans son volet capital-risque que rachat de société avec effet levier (LBO)¹⁹. La chose est devenue encore plus vraie avec l'évolution récente du régime juridique de cette catégorie d'actions en 2014²⁰ : leur caractère rachetable est dorénavant clarifié et affermi dans le Code de commerce²¹, ce qui offre à ces professionnels du *private equity* un outil supplémentaire pour anticiper leur sortie de la société²².

Les titres donnant accès au capital sont également un instrument de financement traditionnel des sociétés par actions. Leur libéralisation fut acquise dès 1985²³ grâce à "l'abandon du principe de typicité"²⁴. Cette formule quelque peu sibylline décrit le passage de ces droits dans le champ des titres innomés²⁵. Dès lors, ils n'ont plus répondu qu'à quelques grands principes du droit des sociétés, dont le sens de conversion ou de transformation "titre de créance vers titre de capital"²⁶, la liberté de création faisant le reste et aboutissant à l'apparition de valeurs au nom parfois exotique, telles les OCEANE²⁷, ou dysharmonique, telles les ORABSA²⁸ ou OCABSA²⁹... L'ordonnance du 24 juin 2004 a parachevé celle de 1985 en formulant de manière générale le principe de liberté de création desdites valeurs donnant accès au capital, mais aussi à des titres de créances³⁰ : "Les sociétés par actions peuvent émettre des valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance"³¹. Enfin, un nouvel espace de liberté a été concédé par l'ordonnance du 31 juillet 2014³², dont l'importance pratique est loin d'être négligeable, en ce qu'elle offre la

¹⁶ Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 ; art. L. 228-11 et s. c. com.

¹⁷ Avantage qui fut mis en relief par le MEDEF, v. : *Les actions de préférence : proposition du MEDEF pour une modernisation du droit des valeurs mobilières*, juin 2001, p. 2.

¹⁸ Sur le capital-investissement (*private equity*) en tant que marché de financement des PME, v. *infra*.

¹⁹ Marcheteau (D.), "Capital-risque – Création", *J.-Cl. Banque - Crédit - Bourse*, fasc. 2300, spéc. n° 10 ; Kaddouch (R.), "LBO : actions de préférence ou pacte d'actionnaire", *JCP éd. E* 2006, n° 24, 1953, pp. 1072-1076.

²⁰ Ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014.

²¹ Art. L. 228-12, III c. com.

²² Toutefois, sur l'impossibilité pour l'actionnaire d'être lui-même à l'initiative de ce rachat, et les inhibitions que cela est donc susceptible d'emporter chez l'investisseur en capital, v. Vermeille (S.), Bézert (A.), "Plaidoyer en faveur de l'introduction des actions de préférence rachetables à l'initiative de l'actionnaire en droit français", *RTDF* 2015, n° 4, pp. 3-7. Sur la question de la sortie de l'investisseur financier, v. *infra*.

²³ Loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985.

²⁴ Piétrancosta (A.), *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, Thèse Paris 1, 1999, n° 290.

²⁵ Préalablement à cette réforme, les sociétés par actions ne pouvaient émettre que les titres proposés par le législateur, à savoir les obligations convertibles en actions (OCA) et les obligations échangeables en actions (OEA) créées par la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, ou encore les obligations à bons de souscription d'actions (OBSA ; créées par la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983). La loi du 14 décembre 1985 elle-même a créé les bons de souscription d'actions (BSA).

²⁶ Art. L. 228-91, al. 5 c. com.

²⁷ Obligations convertibles ou échangeables contre des actions nouvelles ou existantes.

²⁸ Obligations remboursables en actions avec bons de souscription d'actions.

²⁹ Obligations convertibles en actions avec bons de souscription d'actions

³⁰ Telles les obligations à bon de souscription d'obligations (OBSO).

³¹ Art. L. 228-91, al. 1^{er} c. com.

³² Ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014.

possibilité d'émettre des valeurs mobilières donnant accès au capital à l'échelle d'un groupe de sociétés³³.

Toutes ces valeurs mobilières citées en exemples sont uniquement destinées aux sociétés par actions. Or, de plus en plus, les SAS³⁴ structurent les PME et MIC, à hauteur de 42 % pour les premières et d'environ 19 % pour les secondes³⁵, laissant ainsi présager un potentiel d'innovation en droit des valeurs mobilières... Mais il importe de rester lucide sur ce registre, car les raisons qui poussent les PME et MIC à adopter cette forme sociétaire sont, outre la liberté contractuelle qu'elle offre, un régime social du dirigeant majoritaire plus favorable que dans la SARL³⁶. La conclusion qui s'impose souffre peu la contestation : la SAS n'est pas prioritairement plébiscitée par les PME ou les MIC en raison de sa capacité d'émission d'instruments de financement variés. Et lorsque ces mêmes entreprises choisissent la SARL, il va sans dire que ladite capacité ne saurait davantage être une motivation, tant cette forme sociétaire demeure l'oubliée des instruments de financement.

2.2 LA SARL, L'OUBLIÉE DES INSTRUMENTS DE FINANCEMENT

Dire que la SARL est l'oubliée du droit des valeurs mobilières relève du pléonasme : c'est précisément parce qu'elle est émettrice de parts sociales qu'elle ne peut prétendre au potentiel créatif qu'offre la catégorie juridique des "valeurs mobilières émises par les sociétés par actions"³⁷. *Ipsa jure*, le financement de la SARL en haut de bilan ne profite pas de l'éventail de possibilités bénéficiant aux sociétés par actions. La suppression de l'exigence d'un montant minimal de capital social à partir de 2003³⁸ doit même s'interpréter comme ce signal politique envoyé à la majorité des PME et MIC françaises, consistant à reléguer la source de financement que constituent les capitaux propres afin de libérer les énergies entrepreneuriales de la nécessité d'immobiliser des fonds à risque. Les pouvoirs publics français ont donc entériné la prévalence du bas de bilan pour financer les activités et le développement de la SARL. Une autre réforme spectaculaire le confirma. Alors que tout observateur croyait, depuis la grande loi de 1966 sur les sociétés commerciales, définitivement acquise l'interdiction pour la SARL d'émettre des valeurs mobilières³⁹, cette possibilité lui fut exceptionnellement offerte par l'ordonnance du 25 mars 2004⁴⁰ ouvrant à cette forme sociétaire la capacité d'émettre des obligations ! La SARL n'est finalement pas totalement oubliée par le droit des valeurs mobilières... Ceci étant, les conditions d'émission et les caractéristiques de ces titres témoignent du fait que l'on reste bien dans une société fermée : ces obligations doivent revêtir la forme nominative, ce à quoi s'ajoute l'interdiction de les offrir au public⁴¹. Le placement privé de ces titres ainsi que leur inscription sur un

³³ Art. L. 228-93 c. com.

³⁴ En ce compris leur forme unipersonnelle.

³⁵ Au 1^{er} janvier 2016 ; v. les données figurant en introduction. Attention : les PME et MIC retenues aux fins d'élaboration de ces statistiques ne répondent qu'au critère des effectifs salariés (inférieurs à 10 pour les MIC ; entre 10 et 249 pour PME).

³⁶ A la fois en termes d'affiliation automatique au régime général de la sécurité sociale, mais aussi de moindres prélèvements sociaux sur les dividendes versés (v. Le Faou (G.), "Soumettre les dividendes à cotisation : bonne ou mauvaise idée ?", *D.* 2015, n° 2, p. 152).

³⁷ Chapitre VIII, du Titre II, du Livre II du Code de commerce.

³⁸ Loi n° 2003-721 du 1^{er} août 2003.

³⁹ Anc. art. L. 223-11 c. com. (anc. art. 42 de la loi n° 66-537 du 26 juillet 1966) : " A peine de nullité de l'émission, il est interdit à une société à responsabilité limitée d'émettre des valeurs mobilières ".

⁴⁰ Ordonnance n° 2004-274 du 25 mars 2004.

⁴¹ Art. L. 223-11, al. 1^{er}, *in fine* c. com.

registre nominatif tenu par la société émettrice font donc que la SARL peut choisir, et à tout le moins connaître en permanence, ses créanciers obligataires. Si cette réforme de 2004 présente un aspect "révolutionnaire"⁴², elle ne bénéficie pour autant qu'aux SARL de grande taille⁴³ : lesdites sociétés doivent être tenues à la désignation d'un commissaire aux comptes, c'est-à-dire dépasser à la clôture d'un exercice social, pour deux des critères suivants, un total du bilan de 1.550.000 euros, un montant hors taxe du chiffre d'affaires de 3.100.000 euros et un nombre moyen de salariés de 50⁴⁴ ; par ailleurs, les comptes des trois derniers exercices de douze mois doivent avoir été régulièrement approuvés par les associés. Cela exclut automatiquement les MIC des bénéficiaires du dispositif⁴⁵, MIC qui représentent à elles seules plus de 94% des SARL immatriculées en France au 1^{er} janvier 2016⁴⁶... On l'aura donc compris, les obligations sont un instrument de financement élitiste des SARL, et ne sauraient répondre à grande échelle à l'enjeu de la diversification des ressources financières dans cette forme sociétaire.

Au total, l'approche de la diversification des ressources financières fondée sur des instruments de financement reste décevante ; en comparaison, la dynamisation du financement des PME et MIC françaises par la voie de marchés de financement apparaît potentiellement plus prometteuse. Un premier bon exemple nous en est offert par l'expansion du financement participatif (*crowdfunding*).

⁴² Lecourt (A.), "Obligation", *Rép. sociétés Dalloz*, n° 97.

⁴³ Art. L. 223-11, al. 1^{er}, *in limine c. com.*

⁴⁴ Par renvoi opéré à l'art. R. 221-5 c. com., par l'art. R. 223-27 c. com.

⁴⁵ Rappel : la MIC est définie comme l'unité économique comptant moins de 10 salariés, et un total de bilan ou un chiffre d'affaires inférieur ou égal à 2 millions d'euros.

⁴⁶ SARL unipersonnelles comprises ; source : extraction de données à partir de la base "Démographie des entreprises et des établissements" pour l'année 2015, INSEE (actualisation au 28/09/2017). Attention : les MIC retenues aux fins d'élaboration de cette statistique ne répondent qu'au critère des effectifs salariés inférieurs à 10.

3. LE FINANCEMENT PARTICIPATIF (*CROWDFUNDING*), UN MARCHÉ DE FINANCEMENT EN EXPANSION

Les statistiques disponibles témoignent de la montée en puissance du marché du financement participatif (*crowdfunding*), à la fois en volume de fonds drainés et en volume de projets soutenus. Les données sont pléthoriques en la matière, si bien qu'il convient de procéder par zoom géographique. D'abord, à l'échelle internationale, le financement participatif représentait un montant investi de l'ordre de 530 millions de dollars en 2009, pour atteindre 6 milliards en 2013, plus de 16 milliards en 2014 et 34 milliards en 2015⁴⁷. A l'échelle de la seule Union Européenne, ce sont près de 2,5 milliards d'euros qui ont été levés durant les années 2013 et 2014, pour un nombre de projets dépassant les 225.000 et dont le financement moyen aura été de 11.000 euros⁴⁸. Concernant la France, quelques grands chiffres permettent d'évaluer l'impact économique du financement participatif⁴⁹ : 336 millions d'euros auront été levés en 2017, contre 234 millions en 2016 ; le nombre de financeurs était supérieur à 1,6 million en 2017, pour un total d'environ 24.000 projets financés. Il importe toutefois de rappeler que ces fonds ne sont pas tous destinés aux entreprises. Si l'on focalise sur les catégories MIC, PME, ETI et start-up, leurs levées de fonds en 2017 ont représenté 77 % du marché du financement participatif, pour un montant de 259 millions d'euros.

Outre ces éléments chiffrés, le *crowdfunding* est synonyme d'éclectisme quant à la nature des financements qu'il autorise : haut de bilan⁵⁰, bas de bilan⁵¹, dons⁵². Pour chacun de ces types de soutien apporté à l'entreprise, un enjeu essentiel s'est posé : offrir à ce marché du financement émergent la possibilité de s'épanouir, en soldant les ambiguïtés et conflits de qualifications potentiels avec d'autres régimes juridiques restrictifs et prohibitifs que sont l'offre au public de titres financiers et le monopole bancaire de l'activité de crédit, de réception des fonds du public et de fourniture des services de paiement⁵³. Ce chantier juridique a été entrepris par l'ordonnance de 2014⁵⁴, créant un régime *ad hoc* du financement participatif, véritable *safe harbor* législatif. Deux catégories de financement participatif sont appréhendées par le droit : le financement sous forme de titres financiers (A), et celui sous forme de prêts ou de dons (B).

⁴⁷ Boyer (K.) (*et alii*), précit., p. 21.

⁴⁸ V. European Commission, *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study. Executive Summary*, 30 September 2015, p. 7.

⁴⁹ V. les données communiquées par l'association professionnelle Financement Participatif France et le cabinet d'audit KPMG, dans le *Baromètre du Crowdfunding en France 2017*, disponible à l'adresse : <http://financeparticipative.org/barometre-du-crowdfunding-2017/>

⁵⁰ On parle alors fréquemment de *crowdinvesting*, de *crowdequity* ou encore d'*equity (-based) crowdfunding*.

⁵¹ On parle alors fréquemment de *crowdlending*.

⁵² On parle alors fréquemment de *donation-based crowdfunding*, ou encore de *reward-based crowdfunding* lorsque le don est dit, par oxymore, "avec récompense".

⁵³ Art. L. 511-5 c. mon. fin.

⁵⁴ Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014.

3.1 LE FINANCEMENT PARTICIPATIF SOUS FORME DE TITRES FINANCIERS

Les conseillers en investissements participatifs exercent l'activité de financement participatif sous forme de titres financiers⁵⁵, exercice réglementé sous peine de sanctions pénales⁵⁶. Ce sont des personnes morales qui mènent à titre de profession habituelle une activité de conseil en investissement⁵⁷ portant sur des offres de titres financiers⁵⁸, "au moyen d'un site internet remplissant les caractéristiques fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers"⁵⁹. Cette activité ne peut s'exercer par principe qu'à titre exclusif⁶⁰. Outre ces conseillers en investissements participatifs "pure player", les prestataires de services d'investissement agréés pour fournir le service de conseil en investissement peuvent également, en complément de leurs activités, se livrer au financement participatif sous forme de titres financiers⁶¹.

Les opérations de financement participatif portant sur des titres financiers sont dérogatoires de l'offre au public de titres financiers, et de l'obligation corrélative d'émettre un prospectus visé par l'AMF, lorsqu'elles se réalisent dans les conditions fixées au I bis ou au 2 du II de l'article L. 411-2 c. mon. fin.⁶². Une telle dérogation était cruciale pour permettre à ce marché du financement de continuer à se développer dans sa philosophie originelle, c'est-à-dire sans contrainte trop forte pesant sur les porteurs de projets. Pour bénéficier de ce régime dérogatoire, outre le passage par un intermédiaire structurant une plate-forme en ligne tel que décrit précédemment, les offres doivent porter sur des titres financiers non cotés⁶³. Depuis un décret d'octobre 2016⁶⁴, le champ des titres financiers pouvant faire l'objet d'une offre par l'intermédiaire d'un conseiller en investissements participatifs s'étend aux actions non amputées de leur droit de vote, aux titres participatifs remboursables à échéance de dix années maximum, aux obligations à taux fixe et aux obligations convertibles en actions⁶⁵ ; quant à ceux pouvant être offerts par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement, aucune limite n'est fixée s'agissant de leur nature, les textes renvoyant aux titres de capital émis par les sociétés par actions et aux titres de créance⁶⁶. Le volume financier de l'offre est également une condition de dérogation au régime de l'offre au public : initialement établi à un maximum de 1 million d'euros, il fut porté à 2,5 millions d'euros en

⁵⁵ Ils doivent être immatriculés sur le registre unique des intermédiaires (ORIAS), v. ens. art. L. 547-2 et L. 546-1 c. mon. fin., renvoyant à l'art. L. 512-1 c. ass.

⁵⁶ Art. L. 573-12 c. mon. fin.

⁵⁷ Art. L. 321-1, 5° c. mon. fin.

⁵⁸ Sur l'immatriculation, la réglementation des conditions d'accès et d'exercice, d'assurance et de prévention des conflits d'intérêts du conseiller en investissements participatifs, ainsi que sur les règles de bonne conduite s'appliquant à la profession, v. art. L. 547-2 et s. c. mon. fin.

⁵⁹ Art. L. 547-1, I, al. 3 c. mon. fin. ; sur les caractéristiques du site, v. art. 325-32 RGAMF.

⁶⁰ Art. L. 547-1, III c. mon. fin. ; toutefois, les conseillers en investissement participatif peuvent également être intermédiaires en financement participatif. Sur la fourniture de services connexes autorisé par exception, v. art. L. 547-1, II et L. 321-2, 3 c. mon. fin. En revanche, les conseillers en investissements participatifs ne peuvent par principe donner de consultations juridiques ou rédiger d'actes sous seing privé à titre de profession habituelle, v. art. L. 547-1, II, al. 2 c. mon. fin.

⁶¹ Art. L. 547-1, IV c. mon. fin.

⁶² Auquel renvoie l'art. 547-1, I, al. 1^{er} *in fine* c. mon. fin.

⁶³ Art. L. 411-2, I bis, 1° c. mon. fin.

⁶⁴ Décret n° 2016-1453 du 28 octobre 2016.

⁶⁵ Art. D. 547-1 c. mon. fin.

⁶⁶ Art. L. 211-1, II, 1 et 2 c. mon. fin., auquel renvoie l'art. L. 411-2, I bis, 1° c. mon. fin.

2016⁶⁷. Il faut noter que ces restrictions, liées au volume financier de l'émission, cessent de s'appliquer lorsque le financement participatif emprunte la voie du placement privé s'adressant à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs agissant pour leur propre compte⁶⁸.

Ne serait-ce qu'au regard du plafond financier de l'offre de titres, les PME et MIC apparaissent les premières concernées par le financement participatif sollicitant une foule indéterminée d'internautes. Lorsqu'elles choisissent la forme de SAS, un éventail bien étoffé d'offres peut être proposé : titres de capital et titres de dettes, en ce compris titres participatifs ou obligations convertibles en actions... Lorsqu'elles choisissent la forme de SARL, les possibilités de financement par l'émission de titres financiers demeurent bien entendues plus réduites. En effet, les parts sociales ne peuvent faire l'objet d'une offre dans le cadre d'un financement participatif par la foule⁶⁹. Le champ des titres de dette concernés se limite quant à lui aux obligations que la SARL pourrait émettre, mais dont on a vu qu'elles présentaient un instrument de financement élitiste pour cette catégorie sociétaire⁷⁰. Face à cette énonciation assez indigente, faut-il en déduire que l'occasion aurait été manquée d'offrir à la majorité des PME et MIC françaises, c'est-à-dire des SARL, cette aubaine du financement participatif sous forme de titres financiers ? Une réponse positive s'imposait en 2014 sous l'empire de la première réglementation du financement participatif, mais la donne a changé avec l'apparition d'une nouvelle section dans le code monétaire et financier en avril 2016⁷¹, intitulée "les minibons". Catégorie spécifique de bons de caisse, il s'agit donc de "titres nominatifs et non négociables comportant engagement par un commerçant de payer à échéance déterminée, délivrés en contrepartie d'un prêt⁷²". Au-delà de cette définition générale, un régime sur-mesure a été ciselé pour le financement participatif : les minibons ne peuvent faire l'objet d'une offre que par l'intermédiaire d'un prestataire de services financiers ou d'un conseiller en investissements participatifs au moyen d'un site internet⁷³. La loi prévoit expressément leur émission exclusive par les seules sociétés par actions, ce qui n'étonnera guère, et surtout par les SARL, sociétés dont le capital doit dans tous les cas être entièrement libéré⁷⁴. Ces minibons peuvent, à l'occasion d'une même émission, conférer un droit de créance identique pour une même valeur nominale⁷⁵, caractère qui, immanquablement, fait penser à la définition d'une valeur mobilière⁷⁶. Le montant total des offres de minibons d'un même émetteur ne peut excéder 2,5 millions d'euros, calculé sur une période de douze mois⁷⁷. La rémunération des bons est à taux fixe, dans la limite de la réglementation de

⁶⁷ Décret n° 2016-1453 du 28 octobre 2016 ; v. art. D. 411-2 c. mon. fin., étant précisé que par principe, "les offres excédant le montant d'un million d'euros ne peuvent pas porter sur des titres de capital qui représentent plus de 50 % du capital de l'émetteur".

⁶⁸ Art. L. 411-2, II, 2 c. mon. fin., auquel renvoie l'art. L. 547-1, I, al. 1^{er} *in fine* c. mon. fin.

⁶⁹ En revanche, il nous semble que des parts sociales puissent être offertes dans le cadre d'un placement privé, y compris par la voie d'une plate-forme en ligne de type participatif, mais à la condition que l'intermédiaire organisant cette plate-forme ait le statut de prestataire de services d'investissement, et non de conseiller en investissements participatifs ; v. ens. art. L. 547-1, IV et D. 547-1, 3^o c. mon. fin., et l'interprétation *a contrario* de l'art. 1841 c. civ. tel que modifié par la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 (dite "Loi Sapin 2").

⁷⁰ V. *supra*.

⁷¹ Ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016.

⁷² Art. L. 223-1 et s. c. mon. fin.

⁷³ Art. L. 223-6 et L. 547-1, I, al. 2 c. mon. fin. ; ledit site répondant une fois de plus aux caractéristiques énoncées à l'art. 325-32 RGAMF.

⁷⁴ Art. L. 223-7 c. mon. fin.

⁷⁵ Art. L. 223-8 c. mon. fin.

⁷⁶ Art. L. 228-1, al. 2 c. com.

⁷⁷ Ens. art. L. 223-9 et D. 223-2 c. mon. fin.

l'usure⁷⁸. Les minibons ne peuvent être souscrits à plus de cinq années d'échéance⁷⁹. Ils sont inscrits au nom de leur propriétaire dans un registre tenu par l'émetteur⁸⁰, inscription qui emporte transfert de propriété de manière dérogatoire au régime de cession des créances civiles auquel ils sont pourtant soumis⁸¹. Nonobstant cette obligation d'inscription des minibons sur un registre tenu par l'émetteur, et leur absence de négociabilité que corrèle la nécessité de notifier à l'émetteur ainsi qu'au prestataire de services d'investissement ou au conseiller en investissements participatifs leur cession⁸², la loi a entendu favoriser leur liquidité sur un marché secondaire. Pour ce faire, la technique retenue est expérimentale en droit français : la *blockchain*. En effet, selon l'article L. 223-12 c. mon. fin., "l'émission et la cession de minibons peuvent également être inscrites dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant l'authentification de ces opérations, dans des conditions, notamment de sécurité, définies par décret en Conseil d'Etat⁸³". Manifestant un esprit de liberté dont est encore (parfois) synonyme internet, la *blockchain* se caractérise par l'absence de centralisateur chargé d'enregistrer et de sécuriser des échanges, à l'image par exemple d'une entreprise de marché financier comme Euronext. La fiabilité du processus repose sur la cryptographie et une transparence quintessentielle à l'égard de tous les utilisateurs de la chaîne⁸⁴. Là encore, le recours à la *blockchain* déroge au droit commun de la cession des créances civiles : l'enregistrement de la transaction sur la *blockchain* "tient lieu de contrat écrit", et emporte transfert de propriété des minibons⁸⁵. L'ambition du droit financier français d'être un pionnier du recours à la *blockchain* est flagrante. Au-delà des minibons, le champ d'application de cette technologie permettant la décentralisation des transactions a été généralisé aux titres financiers qui ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central ni livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers, et ce par l'ordonnance du 8 décembre 2017 "relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers⁸⁶".

Au total, la perspective d'émettre et d'échanger des minibons au moyen d'un outil aussi innovant que la *blockchain*, fiable et quasiment sans frais, auquel s'ajoute une réglementation ménageant un minimum de protection du souscripteur⁸⁷, ne démentira pas

⁷⁸ Art. L. 223-10 c. mon. fin.

⁷⁹ Art. L. 223-3 c. mon. fin.

⁸⁰ Art. L. 223-4 c. mon. fin.

⁸¹ Ens. art. L. 223-5 et L. 223-13 c. mon. fin.

⁸² Art. L. 223-13, al. 2 c. mon. fin.

⁸³ Décret non encore paru au 1^{er} janvier 2018.

⁸⁴ Zolynski (C.), "Blockchain et smart contracts : premiers regards sur une technologie disruptive", *RDBF* 2017, n° 1, pp. 85-88, spéc. n° 4 et s.

⁸⁵ Art. L. 223-13 c. mon. fin.

⁸⁶ Ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017, dont l'entrée en vigueur reste soumise à l'adoption d'un décret d'application devant intervenir au plus tard le 1^{er} juillet 2018.

⁸⁷ Les émetteurs de minibons ne peuvent se prévaloir des dispositions de l'art. L. 232-25 c. com., lequel offre aux MIC répondant à certains critères de taille, la possibilité d'opter pour une dispense de publication des comptes annuels ; v. art. L. 223-4, al. 3 c. mon. fin. En outre, l'art. L. 547-1, I, al. 2 c. mon. fin. énonce que les conseillers en investissements participatifs, à l'image des prestataires de services d'investissement, "exercent une activité identique à celle prévue au 5 de l'article L. 321-1 s'agissant des titres financiers". Comme le résume un auteur : "Cela signifie qu'un service de conseil devra être rendu aux souscripteurs de minibons avec la réalisation d'une évaluation préalable de leurs objectifs d'investissement, de leur expérience et de leur compétence en matière financière, d'une information sur les risques et caractéristiques des produits, et les inducements", in Rogey (E.), "Minibons : un nouvel instrument de financement participatif sous la supervision de l'Autorité des marchés financiers", *Bull. Joly Bourse* 2016, n° 7-8, pp. 310-313. Sans oublier que l'Autorité des Marchés Financiers se voit accorder un rôle de supervision en matière de financement participatif en général, et d'émission de minibons en particulier, conformément à l'art. L. 621-9, I, al. 2 c. mon. fin.

un élan déjà observable : en vingt mois d'existence, les émissions de minibons représentaient un encours de 19,2 millions d'euros⁸⁸. Certes, les caractéristiques des minibons, qui ne sont que des prêts à taux fixe⁸⁹, empêchent d'en faire des instruments de pure spéculation ; mais l'objectif des souscripteurs ne se situe probablement pas à ce niveau. Quoiqu'il en soit, cette initiative portée par le droit français a répondu à une heureuse chronologie : l'encouragement d'un marché de financement pour les PME et MIC, et explicitement celles structurées sous forme de SAS et de SARL, a précédé la création d'un instrument de financement *ad hoc*. Cette démarche de bon sens devrait donc permettre à ce dernier de trouver son public d'investisseurs, et à la SARL un levier de diversification de ses sources de financement.

3.2 LE FINANCEMENT PARTICIPATIF SOUS FORME DE PRÊTS OU DE DONS

Le financement participatif sous forme de prêts a pu s'épanouir sur la base d'une nouvelle exception au monopole bancaire des opérations de crédit, reconnue en 2014⁹⁰, ce qui fut interprété comme un pas décisif vers l'"ubérisation" du crédit⁹¹. En vrai, cette nouvelle exception ne présentait d'intérêt crucial que pour les opérations précisément concernées par ce monopole, c'est-à-dire les prêts rémunérés, à l'exclusion des dons et des prêts à titre gratuit⁹² que réalise pourtant également le financement participatif. Ainsi, le Code monétaire et financier dispose que "l'interdiction relative aux opérations de crédit ne s'applique pas [...] aux personnes physiques qui, agissant à des fins non professionnelles ou commerciales, consentent des prêts dans le cadre du financement participatif de projets déterminés, conformément aux dispositions de l'article L. 548-1 et dans la limite d'un prêt par projet" ; le même texte ajoute que "le taux conventionnel applicable à ces crédits est de nature fixe et ne dépasse pas le taux mentionné à l'article L. 314-6 du code de la consommation"⁹³. L'exception légale est donc bien balisée : réservés aux personnes physiques agissant à titre privé, ces prêts rémunérés à taux fixe et non usuraire ne peuvent financer qu'une seule fois un seul projet spécifique. Des précisions sont apportées par décret sur ce régime d'exception, s'agissant des caractéristiques des prêts concernés : d'un montant maximal de 2.000. euros par prêteur et par projet, la durée de tels prêts ne peut excéder sept ans⁹⁴. Toutefois, le gouvernement a entendu dépasser la seule réglementation du montant et de la durée des prêts rémunérés, pour encadrer tout type de prêt, y compris donc les prêts à titre gratuit, octroyés dans ce cadre d'intermédiation en financement participatif : un porteur de projet ne peut emprunter plus d'un million d'euros par projet, quelle que soit la nature du prêt en cause⁹⁵, tandis qu'un prêt sans intérêt ne peut excéder 5.000. euros par prêteur et par projet⁹⁶.

⁸⁸ *Baromètre du Crowdfunding en France 2017*, précité.

⁸⁹ Ce qui justifia du reste une nouvelle dérogation au monopole du crédit et de la réception de fonds du public par les établissements de crédit ; pour le régime de ces dérogations, v. art. L. 511-6, 7 bis et L. 511-7, I, 4 c. mon. fin.

⁹⁰ Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014.

⁹¹ Legeais (D.), " "Ubérisation" du crédit : la réglementation du *crowdfunding*", *D. IP/IT* 2017, n° 3, pp. 148-154.

⁹² Art. L. 313-1 c. mon. fin. : "Constitue une opération de crédit tout acte par lequel une personne agissant à titre onéreux met ou promet de mettre des fonds à la disposition d'une autre personne" (souligné par nos soins).

⁹³ Art. L. 511-6, 7 c. mon. fin.

⁹⁴ Art. D. 548-1, al. 1^{er} c. mon. fin. Ces plafonds ont été fixés par le décret n° 2016-1453 du 28 octobre 2016 ; l'ancien article précité, créé par le décret n° 2014-1053 du 16 septembre 2014, mentionnait quant à lui un plafond de 1.000. euros par prêteur et par projet.

⁹⁵ Art. D. 548-1, al. 3 c. mon. fin. ; ce plafond doit s'entendre du cumul des encours de prêts souscrits sous forme de financement participatif pour un même projet, conformément à l'art. L. 548-1, al. 8 c. mon. fin.

⁹⁶ Art. D. 548-1, al. 2 c. mon. fin. Là encore, au gré des dispositifs réglementaires présentés dans la note n° 94, le plafond a été relevé de 4.000. à 5.000. euros.

L'intermédiation en financement participatif est décrite à l'article L. 548-1 c. mon. fin. ; elle "consiste à mettre en relation, au moyen d'un site internet, les porteurs d'un projet déterminé et les personnes finançant ce projet"⁹⁷. Notion assez vague s'il en est, le "projet" donne lieu à une clarification dans le texte : "un projet consiste en un achat ou un ensemble d'achats de biens ou de prestations de service concourant à la réalisation d'une opération prédéfinie en termes d'objet, de montant et de calendrier"⁹⁸. La qualité des emprunteurs est également détaillée par la loi, qui prévoit trois catégories de bénéficiaires du financement participatif à titre principal⁹⁹. Premièrement, les personnes morales et les personnes physiques agissant à des fins professionnelles peuvent bénéficier de prêts dans les conditions décrites précédemment, ainsi que de dons¹⁰⁰. Deuxièmement, les personnes physiques souhaitant financer une formation initiale ou continue peuvent bénéficier de prêts rémunérés dans les conditions décrites précédemment, de prêts sans intérêt dans les conditions décrites précédemment sous réserve que les prêteurs n'agissent pas dans un cadre professionnel ou commercial, et de dons¹⁰¹. Troisièmement, les personnes physiques n'agissant pas pour des besoins professionnels peuvent obtenir des prêts sans intérêt dans les conditions décrites précédemment, sous réserve que les prêteurs n'agissent pas dans un cadre professionnel ou commercial, et des dons¹⁰².

Sous peine de sanctions pénales¹⁰³, le financement participatif sous forme de prêts et de dons est une activité obligatoirement intermédiée par des personnes ayant le statut d'intermédiaire en financement participatif lorsqu'elles l'exercent à titre habituel¹⁰⁴. Seules les personnes morales peuvent exercer cette activité lorsqu'elle consiste en l'intermédiation de prêts rémunérés ou à titre gratuit¹⁰⁵ ; les plates-formes en ligne qui ne proposent que des opérations de dons peuvent en revanche être gérées soit par des personnes morales, soit par des personnes physiques¹⁰⁶. L'exercice de cette activité est par principe exclusive, à moins que les intermédiaires en financement participatif ne soient autorisés à exercer d'autres activités eu égard à un cumul de statuts, et notamment eu égard à leur qualité d'établissement de crédit, de société de financement, d'établissement de paiement..., voire de conseiller en investissements participatifs¹⁰⁷.

En réalité, le financement participatif par prêts ou dons présente des avantages limités pour les entreprises, qui ne peuvent y trouver que l'occasion de financer un "projet", défini comme l'achat de biens ou des prestations spécifiques concourant à la réalisation d'une opération prédéfinie dès la levée des fonds¹⁰⁸. En théorie donc, le financement par prêts rémunérés offre une optique assez restreinte, excluant par exemple le financement des charges courantes liées au fonctionnement de l'entreprise, en ce compris en matière de

⁹⁷ Art. L. 548-1, al. 1^{er} c. mon. fin.

⁹⁸ Art. L. 548-1, al. 5 c. mon. fin.

⁹⁹ A titre complémentaire, conformément à l'art. L. 548-1, al. 6 c. mon. fin., peuvent bénéficier de prêts sans intérêt aux conditions fixées à l'art. L. 511-6, 5, al. 2 *in fine* c. mon. fin. et de dons, certaines associations et fondations reconnues d'utilité publique et elles-mêmes spécialisées dans les prêts à la création, au développement et à la reprise d'entreprises, ou à la réinsertion de personnes physiques.

¹⁰⁰ Art. L. 548-1, 1^o c. mon. fin.

¹⁰¹ Art. L. 548-1, 2^o c. mon. fin.

¹⁰² Art. L. 548-1, 3^o c. mon. fin.

¹⁰³ Art. L. 573-15 c. mon. fin.

¹⁰⁴ Elles doivent être immatriculées sur le registre unique des intermédiaires (ORIAS), v. ens. art. L. 548-3 et L. 546-1 c. mon. fin., renvoyant à l'art. L. 512-1 c. ass.

¹⁰⁵ Art. L. 548-2, I c. mon. fin.

¹⁰⁶ Art. L. 548-2, II c. mon. fin.

¹⁰⁷ Sur les différents cas d'ouverture d'un cumul d'activités, v. art. L. 548-2, III c. mon. fin.

¹⁰⁸ Art. L. 548-1, al. 1^{er} et 5 c. mon. fin.

recherche et développement ou encore de commercialisation de produits. Mais ce n'est que la théorie, avec laquelle la pratique a déjà marqué une vraie distance... Il n'est plus rare, en effet, de croiser sur des plates-formes en ligne des sollicitations publiques sous forme d'emprunts rémunérés, émanant de PME ou de MIC souhaitant par exemple renforcer leur trésorerie dans un contexte de besoin en fonds de roulement positif. On avouera que de tels exemples laissent perplexes quant à la consistance de la notion de "projet"... Dans ce genre de levée de fonds, si le débiteur devait *in fine* se retrouver insolvable, les risques d'engagement de responsabilité de l'intermédiaire ne seraient pas à minorer, lui qui a l'obligation d'informer sur les conditions de sélection des "projets" et de leurs porteurs¹⁰⁹.

¹⁰⁹ Art. L. 548-6, 2° c. mon. fin. Engagement de responsabilité pour laquelle, du reste, il lui est fait l'obligation de s'assurer, v. art. L. 548-5, I c. mon. fin.

4. LE CAPITAL-INVESTISSEMENT (*PRIVATE EQUITY*), UN MARCHÉ ACCOMPAGNÉ PAR LE DROIT DES SOCIÉTÉS

Le *private equity* est un marché dont la maturité est plus importante que celle du financement participatif. En termes de montants investis, le capital-investissement français totalise plus de 12 milliards d'euros de soutien financier auprès d'environ 1900 entreprises en 2016, dont 85% d'entreprises françaises¹¹⁰. Il s'agit d'un marché du financement, comme l'indique le terme *equity*, qui consiste à intervenir majoritairement en capital. Les acteurs n'y ont pas vocation à jouer un rôle de dispensateur de crédits¹¹¹, sous réserve des volets obligataires ou des émissions de titres de dette donnant accès au capital qui accompagnent quasi-systématiquement l'apport en haut de bilan. Les investisseurs en capital incarnent la figure capitaliste et l'assomption du risque qui lui est inhérent¹¹². La branche d'activité la plus représentative de la philosophie de ce secteur, le "capital – risque", ne dément pas cette thèse ne serait-ce que d'un point de vue sémantique. Mais même dans les autres branches du capital-investissement que sont essentiellement le capital-développement et le capital-transmission (LBO), l'idée de prise de risque n'est jamais absente eu égard au statut d'associé dans lequel doit inéluctablement accepter de se lover l'investisseur, fut-il le plus fréquemment minoritaire¹¹³.

Autre point de divergence radicale avec le *crowdfunding*, le financement de l'entreprise par le marché du capital-investissement n'est pas assumé directement par une foule anonyme plus ou moins néophyte, mais par des professionnels de l'investissement, la plupart du temps gestionnaires d'actifs financiers. L'intermédiation demeure donc une profonde réalité de ce marché, ce qui explique pourquoi les entreprises concernées par le capital-investissement relèvent majoritairement des PME de taille assez conséquente et des ETI : l'ampleur des sommes à gérer et à investir ainsi que la rentabilisation de l'activité des fonds d'investissement amène naturellement à privilégier des projets d'une certaine taille, ou appelés à acquérir une certaine taille. Ainsi, les trois quarts du montant total investi en France par des fonds professionnels représentent des tickets par entreprise supérieurs à 5 millions d'euros en 2016¹¹⁴, tandis que les MIC soutenues restent minoritaires dans les différentes branches du *private equity*, à l'exception du capital-risque¹¹⁵. Ce phénomène d'accompagnement en haut de bilan d'entreprises ayant déjà atteint une certaine taille corrobore le concept d'"*equity gap*", utilisé pour décrire cette réalité voulant que les plus petites entreprises échappent à ces injections de fonds propres par des investisseurs professionnels...

¹¹⁰ Pour une vision statistique complète du secteur en France en 2016, v. AFIC, 2016 - *Activité des acteurs français du capital-investissement*, 27^{ème} éd., 28 mars 2017.

¹¹¹ Au demeurant, il n'existe aucune exception de *private equity* au monopole bancaire, à l'image de celle ayant été adoptée en 2014 dans le domaine du financement participatif, v. *supra*.

¹¹² Sur l'ensemble de cette problématique de l'assomption du risque par l'associé, appliquée au secteur du *private equity*, v. notre étude *La distinction associé / créancier à l'épreuve du risque. Analyse juridique appliquée au private equity*, Mission de recherche Droit et Justice, Juillet 2013.

¹¹³ Ce statut de minoritaire peut résulter de primes d'émission importantes, surtout lorsque l'injection de capitaux propres est massive.

¹¹⁴ V. AFIC, *op. cit.*, p. 20.

¹¹⁵ V. AFIC, *Les chiffres clés du capital-innovation français*, 19 septembre 2016, p. 22 ; *Les chiffres clés du capital-développement français*, 19 septembre 2016, p. 21 ; *Les Chiffres clés du capital-transmission français*, 19 septembre 2016, p. 21. Si des "jeunes pouces" de dimension très modeste peuvent être soutenues par le secteur du capital-risque, c'est d'abord et avant tout parce que l'investisseur projette une forte augmentation de leur taille économique au terme de son horizon d'investissement.

Un certain nombre de mécanismes proprement sociétaires jouent un rôle déterminant dans l'accompagnement de ce type de financement, eu égard au double objectif des investisseurs professionnels : sortir à terme, tout en atteignant une performance espérée dès l'origine de l'investissement. Ce double objectif est inhérent au capital-investissement, pour des raisons à la fois juridiques et économiques. D'un point de vue juridique en effet, les fonds d'investissement ont pour la plupart des obligations de liquidité à terme, souvent à horizon de dix ans¹¹⁶, ce qui explique d'ailleurs qu'ils se détournent le plus fréquemment des SARL qui n'offrent qu'une faible liquidité de leurs parts sociales en raison de la procédure d'agrément obligatoire et longue qui affecte les cessions aux tiers à la société¹¹⁷. Quant au point de vue économique, les fonds se livrent une concurrence intense pour fournir la meilleure rentabilité à leurs épargnants. Sortir dans les temps de la société (A) en affichant une bonne performance (B) est donc un leitmotiv dès l'acte d'investissement¹¹⁸.

4.1 LA LIQUIDITÉ DE L'INVESTISSEMENT

Concernant d'abord la liquidité de l'investissement, toute une technique contractuelle en droit des sociétés, sollicitant des pactes extra-statutaires, a su être mise au service de la sortie de l'investisseur¹¹⁹. Cette sortie peut intervenir soit en cours d'opération de financement, soit à son débouclage. Les clauses qui permettent à l'investisseur de quitter la société avant le terme initialement prévu répondent à deux philosophies. D'abord, il s'agit de créer un sort commun entre l'investisseur qui apporte la finance et l'entrepreneur qui apporte et développe le projet économique : sont alors stipulées dans les pactes des clauses de sortie conjointe, aménageant au bénéfice de l'investisseur professionnel un droit de sortie concomitante à celle de l'associé entrepreneur (clause dite "*tag along*"), ou instaurant une obligation pesant sur tous les associés de céder leurs droits sociaux en cas de réalisation d'une condition, le plus souvent liée à une offre de rachat de l'entreprise provenant d'un tiers (clause dite "*drag along*"). Ensuite, il s'agit d'offrir une porte de sortie à l'investisseur seul, dans l'hypothèse où le contrat d'investissement n'aurait pas été respecté par l'entrepreneur, voire en cas de cessation fautive ou volontaire des fonctions de direction par l'entrepreneur (clause souvent qualifiée de "droit de sortie unilatérale" ou "*bad leaver*"). Les stipulations qui permettent à l'investisseur de quitter la société au débouclage de l'opération sont des clauses dites de "liquidité". Celle-ci débute la plupart du temps par le rappel de la durée d'investissement initialement prévue par l'associé financier, cette durée étant présentée comme partie intégrante de la décision d'investir. Ensuite, des rendez-vous à période fixe sont stipulés, ayant pour objet de convenir d'une solution de sortie prioritairement pour l'investisseur en capital, solution qui pourra emprunter soit la voie assez rare d'une introduction en bourse, soit celle plus fréquente consistant à rechercher un acquéreur tiers ou associé. *A minima*, les pactes d'associés prévoient que la recherche d'un tiers acquéreur passe par le mandatement consensuel d'un intermédiaire ("banque d'affaires de premier ordre", "banque d'affaires ou tout autre intermédiaire qualifié", "banque d'affaires indépendante") dont la mission est de centraliser les propositions d'acquisition de la totalité des droits sociaux de la société. Parfois, les pactes ménagent un droit de préemption au profit

¹¹⁶ V. par ex. art. L. 214-28, VII c. mon fin.

¹¹⁷ Art. L. 223-14 c. com.

¹¹⁸ "Pour l'investisseur, toute l'opération est montée en fonction d'un seul objectif : réussir sa sortie", in Mondher (Ch.), *Le capital-risque pour financer la croissance et l'emploi*, Banque éditeur, 2000, spéc. p. 56.

¹¹⁹ Les propos suivants s'appuient en particulier sur les observations de notre précédente recherche, *La distinction associé / créancier...*, précit., p. 82 et s.

des associés non financiers, lequel répond à leur éventuel désir de demeurer dans l'entreprise et de continuer l'aventure sociétariaire, tout en permettant à l'investisseur de quitter la société conformément à son horizon d'investissement. Cette façon d'organiser la liquidité de l'investissement de l'associé financier a l'avantage d'être consensuelle, souple et non corrélée par la contrainte pesant sur l'entrepreneur, ou les autres associés, de racheter la participation de l'investisseur. Parfois, rarement il est vrai dans la pratique française du *private equity*, le débouclage de l'opération interviendra plus brutalement par le jeu d'une clause dite de *buy or sell*, encore dénommée "clause américaine" : un associé propose à un autre de céder ou d'acheter ses droits sociaux pour un certain prix ; en cas de refus de ce dernier, le premier est alors obligé de lui acheter ou de lui céder au même prix. L'équilibre contractuel est préservé en ce que le prix proposé se doit d'être raisonnable, sous peine de se retourner contre l'auteur de l'offre initiale...

4.2 LA RENTABILITÉ DE L'INVESTISSEMENT

Le second objectif du capital-investisseur est de préserver à son investissement une certaine rentabilité, même si bien entendu l'intervention en haut de bilan postule une incertitude quant aux profits qui en découleront, incertitude dont le droit français des sociétés s'est fait le gardien à l'occasion d'une jurisprudence récente, aussi fameuse que décriée. Cette jurisprudence s'était développée autour de l'interprétation de l'ancien 1843-4 c. civ., permettant la désignation d'un tiers estimateur par le président du tribunal de commerce en cas de contestation portant sur le prix de cession de droits sociaux. Le point d'orgue de ce mouvement porté par la Cour de cassation est intervenu en 2012¹²⁰, au travers d'une décision ayant particulièrement jeté le trouble sur l'efficacité des stipulations extra-statutaires qui fixaient un prix de sortie des associés¹²¹. La Cour de cassation semblait alors assez clairement autoriser le tiers estimateur à déterminer le "juste prix" des droits sociaux, c'est-à-dire leur valeur vénale fixée objectivement grâce notamment à une approche multicritère (valeur de l'actif net, ampleur du pouvoir conféré par les titres, perspectives de croissance de l'entreprise...), et surtout sans égard pour les directives des parties contenues dans un pacte extra-statutaire. Certains commentateurs y voyaient une gêne importante à l'efficacité des opérations de capital-investissement lorsque les pactes d'associés intégraient un prix déterminé ou des modalités spécifiques de détermination de ce prix de sortie de l'investisseur¹²². Toutefois, il faut bien reconnaître que si certaines des clauses mentionnées précédemment, favorisant la liquidité de l'investissement en cours d'opération, contenaient effectivement des méthodes d'évaluation des droits sociaux de l'investisseur¹²³, très rares tout de même étaient les clauses de liquidité stipulant *ab initio* une valeur minimale de sortie au débouclage du financement, un prix plancher exigible par exemple au travers d'une

¹²⁰ Pour un historique de ce mouvement, v. *La distinction associé / créancier...*, précit., p. 54 et s. ; *adde*, Duhamel (J.-C.), "In memoriam l'interprétation hétérodoxe de l'article 1843-4 du Code civil", *Journal des sociétés* 2014, n° 119, pp. 32-39.

¹²¹ Cass. com., 4 décembre 2012, pourvoi n° 10-16.280 ; Mortier (R.), "L'article 1843-4 à tout prix !", *Dr. sociétés* 2013, n° 3, pp. 14-17. V. déjà, cass. com., 24 novembre 2009, *JCP N* 2010, n° 11, pp. 32-34, note G. Mouy.

¹²² Garnier (A.), "Détermination du prix dans les cessions de droits sociaux", *JCP E* 2013, n° 8, pp. 18-21, p. 19 ; Cavalier (B.), "Article 1843-4 : des réponses... et des questions", *Revue Lamy Droit Civil* 2009, n° 66, pp. 7-10, p. 8.

¹²³ Fréquemment, le prix retenu par les clauses dites de "tag along" et "drag along" est stipulé identique à celui de l'offre faite par le tiers acquéreur. Le droit de sortie unilatérale, en raison de l'esprit punitif qui préside à son déclenchement, intègre plus fréquemment un prix plancher (exprimé par exemple en majoration du prix d'entrée de l'investisseur).

promesse d'achat dont l'entrepreneur aurait pu être débiteur¹²⁴. Quoi qu'il en soit, dans une volonté d'apaiser les débats et de mettre un terme à la précarité pesant sur l'ingénierie contractuelle initiée par les professionnels du capital-investissement, le législateur devait habiliter, début 2014¹²⁵, le gouvernement français à modifier la rédaction de l'article 1843-4 c. civ., afin de redonner toute sa force au contrat en droit des sociétés. Piquée au vif, la Cour de cassation décidait alors de saborder elle-même sa jurisprudence en opérant un revirement par un arrêt du 11 mars 2014¹²⁶, lequel fut accueilli avec soulagement, même dans la grande presse¹²⁷ ; se dessinait alors l'incapacité du tiers estimateur d'intervenir dans les pactes extra-statutaires librement consentis entre les parties. Cette solution fut totalement et définitivement posée par la nouvelle rédaction de l'article 1843-4 c. civ., issue de l'ordonnance du 31 juillet 2014¹²⁸, qui exclut dorénavant le recours au tiers estimateur dans des cas de cession intervenant en exécution d'un pacte d'associés et plus globalement de toute convention extra-statutaire¹²⁹. En outre, même lorsque le tiers estimateur voit sa compétence accréditée par le nouvel article 1843-4 c. civ., c'est-à-dire pour des cas de contestations portant sur le prix des droits sociaux dont la cession est prévue par la loi ou les statuts, il est désormais "tenu d'appliquer, lorsqu'elles existent, les règles et modalités de détermination de la valeur prévues par les statuts de la société ou par toute convention liant les parties"¹³⁰.

Finalement, la liberté dont disposent dorénavant les fonds d'investissement et autres acteurs du *private equity* pour organiser les conditions financières de leur sortie des entreprises est mieux garantie par le droit. La saga juridique ayant pris corps autour de l'article 1843-4 c. civ. témoigne des enjeux que peut véhiculer le droit commun des sociétés sur le marché du financement des MIC, des PME et des ETI. On ne peut savoir dans quelle mesure concrète cette jurisprudence très contestée en son temps aura été susceptible de freiner le financement de certaines entreprises ; en revanche, une dégradation du climat psychologique d'investissement chez les professionnels du secteur a pu être observée. Ainsi, au sujet de l'impact sur l'investissement en capital que peut éventuellement occasionner une immixtion du juge dans la détermination du prix de sortie de l'investisseur professionnel, la réponse de l'Association Française des Investisseurs pour la Croissance (AFIC) est éclairante : "cela crée une insécurité juridique qui n'est pas opportune, ni pour les fonds d'investissement, ni pour l'entreprise. L'activité du capital-investissement s'est grandement professionnalisée au cours des vingt dernières années. [...] Les règles du jeu sont acceptées au départ, et elles forment un équilibre qui conditionne l'entrée au capital des investisseurs. La remise en cause régulière de cet équilibre, à la sortie, par les juges ou les experts est donc préjudiciable"¹³¹.

¹²⁴ V. par ex., pour de telles circonstances : cass. com., 3 mars 2009, pourvoi n° 08-12.359, *Bull. Joly* 2009, n° 6, pp. 583-587, note F.-X. Lucas.

¹²⁵ Loi n° 2014-1 du 2 janvier 2014.

¹²⁶ Cass. com., 11 mars 2014, pourvoi n° 11-26.915 ; Le Cannu (P.), "Le reflux de l'article 1843-4 : hommage à la liberté contractuelle, sécurisation des promesses et des actes", *Bull. Joly* 2014, n° 6, pp. 360-365.

¹²⁷ Schmidt (S.), "Détermination du prix des promesses : le revirement qu'on n'attendait plus !", *Les Echos*, 12 mars 2014.

¹²⁸ Ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014.

¹²⁹ Couret (A.), Moury (J.), "Le nouvel article 1843-4 du code civil : tombeau ou cénotaphe ?", *D.* 2015, n° 23, pp. 1328-1338, n° 13. Toutefois, reste discutée la possibilité pour un dispositif extra-statutaire de renvoyer à la compétence du tiers estimateur de l'art. 1843-4 c. civ. en cas de contestation du prix de cession de droits sociaux ; en faveur de cette solution, v. par ex. Borga (N.), "L'application dans le temps du nouvel article 1843-4 du code civil", *D.* 2014, n° 41, pp. 2359-2361, n° 7 ; *contra*, Lucas (F.-X.), Poracchia (D.), "Le nouvel article 1843-4 du Code civil", *Bull. Joly* 2014, n° 11, pp. 474-480, p. 478.

¹³⁰ Art. 1843-4, I, al. 2 et II, al. 2 c. civ.

¹³¹ *La distinction associé / créancier à l'épreuve du risque. Analyse juridique appliquée au private equity*, précit., spéc. p. 215.