

Faire de la France le pays pionnier du financement participatif

Par **Éric HUBER**

Ingénieur des Mines (membre du Cabinet de Fleur Pellerin et d'Arnaud Montebourg lors de la préparation du projet de loi sur le financement participatif)

Le *crowdfunding* est une activité à forte croissance et à forte valeur ajoutée pour l'économie et la société, et la concurrence entre les acteurs ne manquera pas d'être mondiale. Elle est aussi gouvernée par la réglementation financière nationale et européenne. De quelle manière peut-on construire un cadre réglementaire qui favorise, demain, l'émergence en France de potentiels leaders ? Comment pouvons-nous poursuivre cette expérience en mettant toutes les chances de notre côté ?

Le *crowdfunding* est un enjeu typique des défis économiques qui attendent la France dans les prochaines années. La France s'est jusqu'à présent plutôt mal sortie de la transformation numérique connue par plusieurs filières (le livre, la musique) en laissant s'échapper une part importante de la valeur détenue par les anciens acteurs nationaux vers de nouveaux acteurs, qui sont presque toujours américains (Amazon, Spotify...).

Le *crowdfunding* est une composante de la transformation numérique d'une activité économique essentielle, la finance, qui réalise l'échange entre la richesse d'aujourd'hui et la richesse de demain. S'il est trop tôt pour prédire si le *crowdfunding* restera marginal ou s'il remplacera une part significative des activités des acteurs actuels de la finance, il est d'ores et déjà très probable que ces activités représenteront, dans une décennie, un volume important de valeur ajoutée.

Or, pour réussir la transformation numérique de la finance et faire en sorte que la France maîtrise une part de la valeur de ces activités au XXI^e siècle, il est essentiel de partir tôt et fort pour qu'apparaissent des champions mondiaux issus de notre pays.

Une activité à rendements croissants

Les plateformes de financement, qu'il s'agisse de don, de prêt ou d'actions, rassemblent à la fois des projets et des financeurs. Plus les projets et plus les financeurs sont nombreux, plus la valeur apportée par la plateforme est grande.

Il s'agit donc d'une activité à rendements croissants (qui produit de plus en plus de valeur à mesure qu'elle croît).

Et, en économie, ces activités conduisent spontanément à des monopoles naturels : quand le marché se stabilise,

il ne reste qu'un seul ou qu'un petit nombre d'acteurs (on le voit pour les moteurs de recherche, qui deviennent de plus en plus pertinents à mesure qu'on les utilise, ou en ce qui concerne les réseaux sociaux, dont l'utilité s'accroît avec le nombre de leurs utilisateurs).

Il est donc essentiel pour notre pays de posséder des acteurs nationaux qui pèsent dans le monde. Puisque seul un petit nombre d'acteurs survivra, il faut se préparer pour que des entreprises françaises fassent partie de ces futurs gagnants, si l'on ne veut pas perdre un pan entier de notre économie. Et la finance est une activité que l'on veut développer en France, d'une part, pour les emplois qu'elle crée et, d'autre part, pour l'impact qu'elle peut avoir sur la croissance de toutes les autres entreprises, ainsi que pour l'attraction des pôles de décision qu'elle implique. Il s'agit donc d'un enjeu important.

Le *crowdfunding* est une activité encore récente (quelques dizaines de millions d'euros (M€) de transactions en 2013, 142 M€ en 2014, et probablement plus du double en 2015), qui possède des taux de croissance à trois chiffres : les gagnants mondiaux ne sont pas encore connus. Le tissu entrepreneurial français ne manque pas d'atouts, avec de nombreux entrepreneurs convaincus et énergiques s'appuyant à la fois sur la culture numérique et sur la culture financière françaises. Mais l'essentiel reste à faire.

C'est dans ce contexte que naît, en 2012, à Bercy, parmi les équipes des ministres Fleur Pellerin et Arnaud Montebourg, la volonté de modifier les règles du jeu en France, de réformer la réglementation du financement participatif pour faciliter l'émergence de futurs champions mondiaux du *crowdfunding*. En effet, à ce stade, tout reste à jouer, car le cadre réglementaire qui sera imposé par l'État influencera énormément la rapidité de développement de nouvelles activités.

Photo © Sébastien Muylaert/WOSTOCK PRESSE-MAXPPP



Mme Fleur Pellerin, ministre chargée de l'Économie numérique, lors d'un point presse, Paris, février 2014.

« C'est dans ce contexte que naît, en 2012, à Bercy, parmi les équipes des ministres Fleur Pellerin et Arnaud Montebourg, la volonté de modifier les règles du jeu en France, de réformer la réglementation du financement participatif pour faciliter l'émergence de futurs champions mondiaux du *crowdfunding*. »

Une réforme tournée vers la croissance et l'innovation

L'objectif de cette réforme réglementaire a toujours été clair, et ce dès le départ. C'est un objectif de croissance économique : accélérer la croissance des jeunes plateformes françaises, pour que certaines soient en position de devenir des références mondiales, et que, dans quelques années, on compte des acteurs français parmi les quelques plateformes de référence qui survivront aux consolidations. Bien sûr, toute réglementation financière se doit aussi d'assurer la sécurité des épargnants, ne serait-ce que parce qu'un scandale qui toucherait une industrie encore naissante romprait la confiance dans cette activité et entraverait durablement son développement. Mais l'objectif de sécurité doit être ici de second rang et au service de l'objectif de croissance.

Or, depuis de nombreuses années, la finance est une activité fortement réglementée. Et ce cadre réglementaire a davantage été pensé autour d'une préoccupation, celle de garantir une épargne peu risquée, plutôt que dans un objectif de croissance économique. Il se contentait, dans le second cas, d'une rhétorique simpliste : « la sécurité est bonne pour la croissance, parce que, sans elle, les gens n'investissent pas » - ce qui n'est pas faux, mais somme toute caricatural. On peut faire plus fin, et plus efficace. Et dans le monde, la réglementation de la commercialisation de produits financiers reste encore souvent nationale (avant d'être harmonisée au niveau européen, ce qui est de plus en plus souvent le cas, mais pas de manière exhaustive ; une harmonisation qui d'ailleurs ne concerne pas encore le *crowdfunding*) : elle régule les établissements qui commercialisent des placements financiers en France. Mais rien n'empêche un particulier d'investir dans

un pays étranger par l'intermédiaire d'une plateforme étrangère, ni un projet français de se présenter sur une plateforme américaine : le risque est donc énorme, si aucun acteur français n'atteint la taille critique, de voir tout cet écosystème s'appuyer sur des entreprises étrangères, et toute la valeur quitter notre territoire.

Il allait donc falloir faire bouger les représentations mentales des régulateurs financiers, dont la conception même de leur mission s'opposait à notre objectif.

En pratique, tout acteur financier en gestation doit, avant d'avoir le droit d'exercer, se faire agréer par l'Autorité des marchés financiers (AMF) ou par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), qui disposent d'un certain nombre limité et prédéfini de statuts qui chacun d'eux autorise la réalisation de certaines opérations (listées) à la condition que l'on satisfasse à certaines exigences (généralement la possession de fonds propres de plus en plus importants).

Cela peut faire penser à la phrase de Churchill : « En Angleterre, tout est autorisé, sauf ce qui est interdit ; en Allemagne, tout est interdit, sauf ce qui est autorisé ; en France, tout est autorisé, même ce qui est interdit, et, en Russie, tout est interdit, même ce qui est autorisé ! ».

Pour se faciliter la tâche, le régulateur français a spontanément choisi le modèle allemand (qui vire parfois au modèle russe, quand la personne chargée de faire respecter les règlements devient tatillonne) : à la base, tout est interdit - seules certaines choses sont autorisées, pour certains acteurs.

Et le problème surgit quand de nouvelles activités apparaissent : elles ne rentrent pas dans les cases ! C'est d'ailleurs le propre de la transformation numérique d'une filière : les acteurs numériques n'attaquent presque jamais les acteurs en place dans le sens de la filière traditionnelle, mais toujours avec un angle différent, ou alors dans ses interstices...

Dans le cas qui nous occupe, l'AMF et l'ACPR ont publié, à la demande des ministres, un guide des statuts existants et indiquant la façon dont les plateformes naissantes pouvaient s'y conformer : la situation était si complexe qu'il a fallu six mois de travail aux spécialistes des régulateurs pour s'y retrouver et produire un guide faisant plus de 30 pages, mais maintenant de nombreuses zones d'ombre. Cette situation n'était toutefois pas surprenante, si l'on considère à la fois l'esprit de la réglementation (tout interdire, sauf ce qui est autorisé) et le contexte dans lequel celle-ci a été conçue (en gros, avant la vulgarisation d'Internet)...

Outre le fait que le bénéfice d'un statut n'autorise que certaines opérations, les conditions pour y prétendre créent des barrières à l'entrée : il s'agit généralement de disposer d'un niveau de fonds propres important. L'argument généralement évoqué est la garantie de « sérieux » qui s'attache à la justification de fonds propres élevés.

Mais les montants imposés pour les statuts naturels des plateformes de financement (en centaines de milliers d'euros), s'ils suffisent à stopper le flux de nouveaux en-

trants, ne permettent pas à un acteur financier qui ferait faillite d'indemniser tous ses clients lésés.

L'argument du « sérieux » ne semble donc pas très convaincant. En outre, ces montants étant souvent fixes (et donc non corrélés au risque pesant sur l'économie), il s'agit donc bien d'une façon de réduire le nombre des régulés en limitant fortement le nombre des nouveaux entrants.

Le projet : faire de la France le pays pionnier du financement participatif

Bien évidemment, pour faire de la France le pionnier du financement participatif, il allait falloir construire un cadre qui démultiplie et canalise l'énergie des entrepreneurs du *crowdfunding*, pour faire émerger un ou plusieurs champions mondiaux, au lieu d'interdire les initiatives.

Le projet de réforme est donc ambitieux : il vise à renverser l'esprit de la régulation.

Pour poursuivre sur le bon mot de Churchill, l'objectif est de passer du modèle allemand au modèle anglais. Ce qui est important, c'est que ce qui n'est pas encore connu soit autorisé par défaut pour permettre à l'innovation d'émerger, et que l'on n'interdise que ce qui apparaît nocif.

Mais il ne s'agit pas simplement de supprimer un carcan absurde et nocif pour l'activité économique. Il reste un aspect qu'il est essentiel de contrôler (comme dans toute activité financière) et qui est une condition de l'efficacité économique : c'est-à-dire l'absence de fraude, de tromperie ou de blanchiment d'argent. Et, sur ce point, toutes les parties prenantes se sont alignées : les régulateurs veulent éviter les faillites, les associations de consommateurs veulent éviter les arnaques, et les plateformes veulent inspirer la confiance (et surtout éviter tout scandale qui leur occasionnerait une publicité désastreuse) pour convaincre de plus en plus de gens d'investir leur argent chez elles.

En pratique, cette réforme supposait de cesser de contrôler le système financier en limitant le nombre d'entreprises susceptibles d'agir par des barrières réglementaires (généralement des prérequis de capital important), pour plutôt assurer une régulation par un contrôle des modalités d'opération des acteurs pour s'assurer de la qualité de leur gestion et de leur bonne foi dans les informations qu'ils communiquent aux investisseurs. Bref, c'était faire le choix de la transparence du fonctionnement en contrepartie de la levée des barrières de principe. Elle amena donc à construire des statuts très ouverts, très simples d'accès, sans contrainte financière (celui de conseiller en investissements participatifs (CIP) et celui d'intermédiaire en financement participatif (IFP)), mais avec des règles d'opération garantissant la transparence précisées dans les règlements et de l'ACPR et de l'AMF et vérifiées par celles-ci (présentation des taux de défaut sur la première page du site de la plateforme, capacité à maintenir les remboursements même en cas de faillite de la plateforme, respect des règles anti-blanchiment, outil de calcul pour permettre à l'utilisateur d'évaluer combien il peut se permettre de placer en fonction de ses revenus, etc.).

Bien sûr, ce mode de régulation imposera de suivre au quotidien les évolutions des pratiques des régulés et de faire évoluer la réglementation par petites touches, si jamais des dérives ou des activités malsaines étaient constatées. Mais c'est là le prix à payer pour ne pas interdire en masse ce qui n'a pas encore été exploré, sauf à vouloir tuer dans l'œuf l'avenir économique de notre pays.

Comment surmonter les réticences des régulateurs ?

Cette nouvelle philosophie a tout d'abord désarçonné les régulateurs. Non seulement leurs habitudes en étaient changées, mais, plus profondément, si l'on regarde les choses en face, c'était bien les régulateurs qui étaient les plus ennuyés par cette réforme, puisque le volume et la complexité de leur travail en étaient augmentés.

D'abord, cette réforme se préoccupe de croissance économique, qui ne faisait pas partie des missions qui leur avaient été confiées. En fait, leur conception de leur mission est simple : assurer la stabilité du système financier, et donc la solidité des établissements financiers et la lutte contre la fraude. La croissance économique est l'affaire des entreprises, voire des politiques, mais certainement pas des régulateurs : nous voilà déjà mal partis...

Mais, plus profondément, la façon la plus pratique, la plus facile de réguler le système financier pour le régulateur, c'est, d'une part, de disposer d'un corpus de règles immuables, et donc faciles à retenir, et c'est, d'autre part, d'avoir un très petit nombre de gros établissements, anciens et bien connus, et ce, à tous les niveaux. Et tous les réflexes des régulateurs tendent vers cet objectif implicite : construire un système qui repose sur quelques gros établissements bancaires suffisamment capitalisés pour pouvoir absorber les chocs économiques.

Le mouvement qui leur était proposé pouvait donc apparaître à certains comme un cauchemar : une myriade de petits acteurs à contrôler dans le détail de leurs pratiques (pas simplement au niveau de leur bilan) et, en plus, ces acteurs comme leur activité changent tous les ans !

Évidemment, les résistances furent nombreuses et le premier réflexe fut de vouloir tout interdire, sauf quelques exceptions négociées, pour des montants de transaction ne permettant pas une réelle activité économique. La négociation fut rude. Mais plusieurs personnalités, parmi les régulateurs, ont bien compris les enjeux de la réforme et ont joué le rôle de traducteur vis-à-vis de leurs collègues.

Une construction participative pour un premier essai de régulation positive

Ce qui frappe, lorsque l'on étudie les plateformes de financement participatif en 2013-2014, c'est la diversité des modèles économiques qui apparaissent. Comme dans toute transformation numérique de filière, c'est du foisonnement initial que naîtront les idées les plus robustes.

Réguler un tel monde est un exercice délicat : on veut évidemment permettre aux plus belles histoires d'éclorre, mais l'esprit même de notre réforme est de réguler les pratiques concrètes des plateformes (pour éviter la fraude et assurer une bonne information des financeurs particuliers) sans imposer de chapeau commun financier.

Il fallait donc prendre le temps de discuter avec presque tous les acteurs qui démarraient une activité pour bien cerner les enjeux.

C'est donc le choix d'un projet de loi et de réglementation participatif qui fut fait : le projet de texte fut publié plusieurs semaines sur Internet afin de permettre à tous d'en prendre connaissance et de s'assurer qu'il ne créait aucun effet de bord indésirable. Les discussions furent nombreuses et animées avec tous les acteurs (plateformes, régulateurs, associations de consommateurs) pour aboutir à un texte ambitieux et acceptable par tous.

L'objectif était partagé : créer en France le cadre le plus favorable à la croissance de long terme des plateformes, un cadre plus favorable qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni (dans lequel les montants d'investissement par personne sont plafonnés, ce qui freine l'investissement, mais sans disposer d'outils de contrôle, ce qui ne protège pas le consommateur).

En outre, un second horizon était déjà en ligne de mire : la nouvelle Commission européenne allait bientôt ouvrir ce dossier. Si la réglementation française pouvait être suffisamment aboutie pour être reprise au niveau européen, les plateformes françaises en vérifieraient déjà les conditions, ce qui leur donnerait une longueur d'avance sur le marché européen dès la mise en place de statuts transnationaux, en leur permettant d'ouvrir rapidement des filiales nationales.

La réforme fut difficile, car elle allait à l'encontre aussi bien des habitudes que des modes d'évaluation des régulateurs : ceux-ci sont évalués sur la stabilité et non sur les conséquences économiques de leurs choix, ce qui les amène à aller trop loin dans leur aversion au risque. Elle montre la difficulté d'adapter les structures administratives françaises aux nécessités de la transformation numérique.

Si le texte fut salué à sa sortie, il n'est en fait qu'un premier pas : ce type de régulation suppose de remettre l'ouvrage sur le métier tous les ans, pour suivre les évolutions des pratiques des plateformes et du cadre proposé par les autres pays.

Une fois le texte fondateur adopté, la diminution du portage politique est inéluctable.

Les transformations auront-elles été assez profondes pour conserver l'esprit de cette réforme ?

Ou bien les conservatismes reprendront-ils le dessus et replongeront-ils les régulateurs dans leurs habitudes anciennes, et néfastes ?