

Nouvelles technologies et levées de fonds

Thierry BONNEAU*

New Technologies and Fundraising

Nuevas tecnologías y recaudación de fondos

Novas tecnologias de arrecadação de fundos

新技术与筹资

Résumé

Les nouvelles technologies, en matière de levées de fonds, sont à l'origine de nouveaux produits (tels les jetons) et conduisent à la mise en place de nouveaux statuts, notamment en matière de financement participatif. Elles génèrent par ailleurs de nouvelles problématiques qui sont tant structurelles que comportementales. Les *initial coin offerings*, qui bénéficient d'un encadrement législatif depuis la loi du 22 mai 2014, en sont l'illustration.

Resumen

Las nuevas tecnologías, en términos de recaudación de fondos, son el origen de nuevos productos (tales como los vales) y conducen al establecimiento de nuevos

Abstract

New fundraising technologies are at the origin of new products (such as tokens) and lead to the establishment of new statutes, especially with regards to crowd-funding. They also generate new structural and behavioral issues. Initial coin offerings, which benefit from a legislative framework since the law of May 22, 2014, illustrate this situation.

Resumo

As novas tecnologias, em matéria de arrecadação de fundo estão na origem de novos produtos (tais como os *tokens*) e levam à implementação de novos status,

* Agrégé des facultés de droit et professeur à l'Université Panthéon-Assas (Paris 2).

estatutos, especialmente en términos de financiación popular o microfinanciación. También generan nuevas problemáticas que son tanto estructurales como de comportamiento. Las ofertas iniciales de criptomonedas, que benefician de un marco legislativo desde la ley del 22 de mayo de 2014, son la ilustración.

notadamente em matéria de financiamento participativo. Elas geram ademais novas problemáticas, que são tanto estruturais como comportamentais. Ilustram isso a *initial coin offerings*, que gozam de enquadramento legislativo desde 22 de maio de 2014.

摘要

在筹资方面的新技术是新产品（比如代币）的产生源头，也导致新规范的制定，主要是众筹方面的新规。此外，还带来一些结构性和行为方面的新问题。自2014年5月22日法实施以来，受法律约束的“首次代币发行”即为一例。

Plan de l'article

Introduction	109
I. Les manifestations, en matière de levées de fonds, des nouvelles technologies	114
A. Les nouveaux produits financiers	114
B. Les nouveaux statuts professionnels.....	118
1. La réglementation française	119
a) les conseillers en investissement participatif	119
b) Les intermédiaires en financement participatif.....	120
2. La réglementation européenne	121
II. Les problématiques résultant de l'usage des nouvelles technologies en matière de levées de fonds	122
A. Les problématiques structurelles	123
1. La disparition du tiers de confiance.....	123
2. Les plafonds applicables aux levées de fonds	124
B. Les problématiques comportementales.....	125
1. La protection des investisseurs dans le cadre du financement participatif	126
a) La protection à la charge des personnes levant les fonds.....	126
b) La protection à la charge des intermédiaires financiers	127
2. La protection des investisseurs dans le cadre des ICO.....	130

Les nouvelles technologies, dont l'internet, l'intelligence artificielle et la digitalisation sont des illustrations, ont pris de l'importance dans l'ensemble de notre société. Le secteur financier n'y échappe pas, étant observé que les levées de fonds sur les marchés financiers ne sont qu'un exemple du phénomène. On pourrait également citer le *high frequency trading*¹ ainsi que le recours à un automate, souvent appelé « *Robo adviser* », pour fournir du conseil financier².

Les levées de fonds sur les marchés, qui constituent une alternative au financement bancaire, sont nécessaires aussi bien pour lancer une nouvelle activité que pour assurer le développement d'une activité en cours. Elles conduisent traditionnellement les entreprises à émettre des actions ou des obligations, étant rappelé que les valeurs mobilières, auxquelles celles-ci participent et qui constituent une catégorie de titres financiers au sens du Code monétaire et financier³, se sont largement diversifiées à partir du début des années 1950, cela afin de répondre aux attentes des investisseurs, notamment en période d'inflation et de forte volatilité⁴.

Dans le même temps, les valeurs mobilières ont été dématérialisées⁵ : on est passé, conformément à la loi de finances du 30 décembre 1981⁶ qui a réalisé la réforme, d'un support papier à une inscription en compte, y compris pour les titres dits au porteur, ce qui a eu pour conséquence de faire obstacle à la transmission des valeurs mobilières par tradition. Depuis une

¹ Voir notamment Thierry BONNEAU, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, 4^e éd., Bruxelles, Bruylant, 2018, p. 797 et suiv.

² *Id.*, p. 811 et suiv.

³ Cf. Code de commerce, art. L. 228-1 et Code monétaire et financier, art. L. 211-1.

⁴ Voir notamment Thierry BONNEAU, « La diversification des valeurs mobilières : ses implications en droit des sociétés », *Rev. trim. dr. com.* 1988,535 ; Thierry BONNEAU, Pauline PAILLER, Anne-Claire ROUAUD, Adrien TEHRANI et Régis VABRES, *Droit financier*, Paris, L.G.D.J., 2017, p. 395 et suiv.

⁵ Voir Philippe GOUTAY, « De la dématérialisation à la blockchain : un nouveau saut conceptuel pour le droit des titres ? », dans Jean-Jacques DAIGRE et Bertrand BRÉHIER (dir.), *Droit bancaire et financier*, coll. Mélanges AEDBF-France, vol. VII, Paris, RB Édition, 2018, p. 225.

⁶ *Loi n° 81-1160 du 30 décembre 1981 (loi de finances pour 1982)*, art. 94-I et 94-II ; *Décret n° 82-893 du 18 octobre 1982 portant application de l'article 94-1 de la loi de finances pour 1982 relatif à la vente des droits correspondant à certaines actions non pourvues de la forme nominative*, J.O. 31 déc. 1981, p. 3529 ; *Décret n° 83-359 du 2 mai 1983 pris pour l'application de l'article 94-II de la loi de finances pour 1982 (n° 81-1160 du 30 décembre 1981) et relatif au régime des valeurs mobilières*, J.O. 20 oct. 1982, p. 3164.

ordonnance du 8 décembre 2017⁷, le régime des valeurs mobilières a été modifié pour tenir compte de la technologie de la blockchain : cette réforme rejoint celle réalisée en avril 2016⁸ qui admet le recours à cette technologie pour une catégorie particulière de bons de caisse, dont la réforme de 2016 est à l'origine, que l'on appelle les minibons⁹.

La blockchain, manifestation principale de la technologie des registres distribués (*distributed ledger technology*) et qui a attiré notamment l'attention de l'European Securities and Markets Authority (ci-après « ESMA »)¹⁰, est utilisée, dans le cadre de ces deux réformes, pour l'enregistrement des titres – valeurs mobilières et minibons – ainsi que pour l'authentification des opérations de cession et de nantissement. Elle est utilisée pour favoriser la levée des fonds représentés par les minibons, ceux-ci pouvant être proposés via un site internet par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement ou d'un conseiller en investissement participatif¹¹.

La réforme des minibons fait ainsi écho à la législation concernant le financement participatif qui a été introduite en 2014¹² et qui repose tant sur

⁷ Ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique pour la représentation et la transmission de titres financiers, J.O. 1-3 mai 1983, p. 1359. Voir Dominique LEGEAIS, « Utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers », J.C.P. éd. E. 2018.58; Hubert DE VAUPLANE, « Après la dématérialisation, leur digitalisation via la blockchain? », R.T.D.F. 2017.4.99; Anne-Claire ROUAUD, « Blockchain and transferable securities in french Law », R.T.D.F. 2018.2-3.57.

⁸ Ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse, J.O. n° 0101 du 29 avril 2016, texte n° 16.

⁹ J.O. n° 0287 du 9 décembre 2017, texte n° 24, art. L. 223-6 et suiv., D. 223-2 et suiv., Code monétaire et financier. Voir Emilie ROGÉY, « Minibons : un nouvel instrument de financement participatif sous la supervision de l'Autorité des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* 2016.310; Hubert DE VAUPLANE, « Le financement des entreprises par la blockchain : le cas des "minibons" », R.T.D.F. 2016.2.64; Dominique STUCKI, « Financement participatif aux entreprises : le nouveau cadre est-il conforme aux attentes des professionnels et des investisseurs? », *Rev. dr. bancaire et financier* 2017.4 (Idée nouvelle).

¹⁰ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Discussion Paper. The distributed ledger technology applied to securities markets*, 2 juin 2016, en ligne : <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-773_dp_dlt_0.pdf> (consulté le 24 mai 2019). Voir T. BONNEAU, préc., note 1, p. 790 et suiv.

¹¹ Code monétaire et financier, art. L. 223-6.

¹² Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif, J.O. n° 0125 du 31 mai 2014, texte n° 14; Décret n° 2014-1053 du 16 septembre 2014 relatif au financement participatif, J.O. n° 0215 du 17 sept. 2014, texte n° 11; Décret n° 2016-

l'usage de l'un des moyens techniques modernes – Internet – que sur la création de nouvelles catégories de professionnels : les conseillers en investissement participatif et les intermédiaires en financement participatif. Une double différence doit toutefois être soulignée : le régime du financement participatif¹³ ne fait pas référence à la blockchain ; il n'induit pas la

1272 du 29 septembre 2016 relatif aux investissements participatifs dans les projets de production d'énergie renouvelable, J.O. n° 0228 du 30 sept. 2016, texte n° 17 ; *Arrêté du 30 septembre 2014 relatif à la capacité professionnelle des intermédiaires en financement participatif*, J.O. n° 0227 du 1 oct. 2014, texte n° 14 ; *Arrêté du 22 septembre 2014 portant homologation du règlement général de l'Autorité des marchés financiers*, J.O. n° 0223 du 26 sept. 2014, texte n° 12 ; *Instruction AMF relative au processus d'examen par l'AMF de la demande d'immatriculation des conseillers en investissements participatifs et transmission des informations annuelles par ces derniers* ; *Instruction AMF relative aux informations aux investisseurs à fournir par l'émetteur et le conseiller en investissements participatifs ou le prestataire de services d'investissement dans le cadre d'une offre de financement participatif*, DOC-2014-11 ; AMF/ACPR, *S'informer sur le nouveau cadre applicable au financement participatif (crowdfunding)*, DOC-2014-12, 26 août 2016, en ligne : <https://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Epargne-et-prestataires/Financement-participatif/Financement-participatif-mise-a-jour-du-guide-d-information?xtcr=4&isSearch=true&lastSearchPage=https%3A%2F%2Fwww.amf-france.org%2FmagnoliaPublic%2Famf%2FResultat-de-recherche%3FTEX%3Ds%2527informer%2Bsur%2Ble%2Bnouveau%2Bcadre%26LANGUAGE%3Dfr%26isSearch%3Dtrue%26simpleSearch%3Dtrue%26valid_recherche%3DValider&xtmc=s-informer-sur-le-nouveau-cadre> (consulté le 24 mai 2019).

- ¹³ Voir Thierry BONNEAU, « Le financement participatif. Ord. 30 mai 2014, D. 16 sept. 2014, AA. 22 et 30 sept. 2014 », J.C.P. éd. E. 2014.1523 ; Vincent PERRUCHOT-TRIBOULET, « L'encadrement juridique du prêt opéré par le biais d'une plateforme de financement participatif », *Bull. Joly Sociétés* 2014.756 ; Jean-Marc MOULIN, « Régulation du crowdfunding : de l'ombre à la lumière », *Bull. Joly Bourse* 2014.356 ; Jean-Marc MOULIN, « Guider l'investisseur dans le paysage (parfois nébuleux) du financement participatif », *Bull. Joly Bourse* 2016.434 ; Anne-Valérie LE FÜR, « Enfin un cadre juridique pour le "crowdfunding", une première étape dans la réglementation », D. 2014.1831 ; Anne-Valérie LE FÜR, « Les nouveaux services de crédit alternatif : la pratique du peer to peer lending ou l'uberisation du crédit », *Rev. dr. bancaire et financier* 2017.1 Dossier 7 ; Boubou KEITA, « Un cadre juridique pour le financement participatif », *Les petites affiches* 5 septembre 2014.7 ; Jérôme LASSERRE CAPDEVILLE, « Les incidences sur le monopole bancaire et le monopole des prestataires de services de paiement de l'ordonnance sur le financement participatif », *Gaz. Pal.* 18 septembre 2014.5 ; Pierre STORRER, « Le droit nouveau du crowdfunding par prêts ou par dons », *Revue Banque* n° 774 2014.74 ; Vincent PERRUCHOT-TRIBOULET, « Le bonheur est dans le prêt ! Le financement participatif sous forme de prêt et la finance durable », *Rev. dr. bancaire et financier* 2015.7-8 Dossier 45 ; Emmanuel NETTER, « Le financement participatif », dans *Mélanges en l'honneur du Professeur Didier R. Martin*, Paris, L.G.D.J., 2015, p. 479 ; Philippe DIDIER et Nathalie MARTIAL-BRAZ, « Certitudes et incertitudes en matière de

création d'une nouvelle source de financement puisque le financement participatif se traduit soit par l'émission de titres financiers, soit par un prêt ou un don.

Le financement participatif est regardé avec bienveillance par les pouvoirs publics, ce qui les a conduits à prévoir une nouvelle dérogation au monopole bancaire pour autoriser les particuliers à consentir des prêts dans le cadre de ces financements¹⁴ et à écarter l'obligation d'établir le prospectus pour les financements participatifs réalisés par offres de titres financiers via leur exclusion du domaine des offres générant ladite obligation¹⁵. Cette bienveillance s'explique par les difficultés que connaissent les entreprises à trouver le financement nécessaire à leur développement. Il est, à cet égard, souligné que les deux formes de financement participatif ne poursuivent pas la même finalité. Car si le financement sous forme de titres financiers concerne le secteur économique marchand et est assuré par des acteurs animés par une volonté d'obtenir un profit, en revanche le financement sous forme de prêts peu rémunérés ou de dons, qui permet notamment la restauration du patrimoine ou le développement d'une activité solidaire, repose sur des acteurs qui n'ont pas normalement une telle volonté¹⁶.

Une bienveillance similaire peut être observée à propos des ICO (*initial coins offerings*). Il en est ainsi parce que les ICO sont considérées comme une nouvelle source de financement. On peut toutefois, tout au moins *a priori*, s'en étonner car les ICO suscitent bien des questions en raison des difficultés de qualification¹⁷ des produits qui sont offerts, à savoir les tokens, encore appelés jetons, jetons de protocole ou pièces d'application.

crowdfunding », D. 2015.267 ; Alexandre QUIQUEREZ, « Les contrats du financement participatif : quelles qualifications juridiques ? », R.T.D.F. 2016.1.7. Adde ; ACPR et AMF, *S'informer sur le nouveau cadre applicable au financement participatif (crowdfunding)*, 30 septembre 2014, en ligne : <<https://europa.eu/capacity4dev/crowdfunding/document/le-nouveau-cadre-applicable-au-financement-participatif-en-france-30-septembre-2014>> (consulté le 24 mai 2019).

¹⁴ Code monétaire et financier, art. L. 511-6 al. 2. Voir Thierry BONNEAU, *Droit bancaire*, 13^e éd., Paris, L.G.D.J., 2017, n° 286, p. 212.

¹⁵ Code monétaire et financier, art. L. 411-2.

¹⁶ Voir J.-M. MOULIN, préc., note 13, 356.

¹⁷ *Infra*, I.A.

Les tokens ne sont pas sans lien avec les crypto-monnaies, encore appelées monnaies virtuelles¹⁸, tels que le Bitcoin, l'Ether, le Ripple et le Dogecoin, notamment parce que c'est la technologie des registres distribués qui est utilisée et parce que les tokens sont souvent réglés en crypto-monnaies. Les questions suscitées ne sont cependant pas exactement du même ordre. En effet, seules ces monnaies posent des questions sociétales et politiques¹⁹, tout au moins si on les considère comme de vraies monnaies, et non pas uniquement comme des instruments de paiement; les tokens ne suscitent pas les mêmes débats. Les débats sont plus techniques, étant observé que ceux-ci ne sont pas cantonnés à la qualification juridique des tokens pour concerner la protection des investisseurs. Toutefois, de ce point de vue, cette question n'est pas spécifique aux ICO; elle se pose également dans le cadre du financement participatif.

La protection des investisseurs²⁰, qui est l'un des objectifs de la législation française sur le financement participatif, explique également la proposition des autorités françaises, publiée en juin 2018²¹, amendée au cours des travaux parlementaires et devenue la loi du 29 mai 2019²², de régir les ICO par l'information. L'Union européenne n'est pas en reste: elle a en effet publié en mars 2018 une proposition de règlement visant à organiser le statut des prestataires de services de financement participatif²³.

¹⁸ Sur les cryptomonnaies, voir notamment T. BONNEAU, préc., note 1, n° 504.7 et suiv., p. 822.

¹⁹ Voir *id.*, p. 836, « Les monnaies virtuelles et les tokens: l'approche sociale et politique ».

²⁰ *Infra*, II.B.2.

²¹ Cf. Code monétaire et financier, nouveaux art. L. 552-1 et suiv. tel qu'il résulte du *Projet de la relatif à la croissance et la transformation des entreprises (PACTE)*, art. 26 [ci-après « Projet de loi PACTE »]. Voir Xavier VAMPARYS, « Projet de loi PACTE: La France à l'avant-garde sur les offres de crypto-actifs », *Banque et droit* 2018.4; Régis VABRES, « Offre de jetons (Initial Coin offering) », *Droit des sociétés* 2018.8-9, comm. n° 149.

²² *Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises*, en ligne: <<https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000038496102&categorieLien=id>> (consulté le 20 juin 2019)

²³ *Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entreprises*, Bruxelles, 8 mars 2018, COM(2018) 113 final. Voir Emilie ROGÉY, « La Commission européenne pose la première pierre du crowdfunding européen », *Bull. Joly Bourse* 2018.154; Thierry BONNEAU, « Proposition de règlement », *Rev. dr. bancaire et financier* 2018.3, comm. n° 87; T. BONNEAU, préc., note 1, p. 815.

Finalement, les nouvelles technologies ne sont pas sans impacts sur les levées de fonds. Les manifestations (I) sont multiples et les problématiques qu'elles génèrent sont elles-mêmes diverses (II).

I. Les manifestations, en matière de levées de fonds, des nouvelles technologies

L'utilisation de sites internet est à l'évidence au cœur des nouveaux procédés de levées de fond. Les sites mis en place pour les opérations de levées de fonds en ligne peuvent d'ailleurs faire l'objet de règles spécifiques. Il en est ainsi dans le cadre du financement participatif par émission de titres financiers²⁴. En particulier, l'accès au détail des offres doit être réservé aux investisseurs potentiels qui ont fourni leurs coordonnées, ont pris connaissance des risques et les ont expressément acceptés. Il est également exigé que le site propose plusieurs projets et que la souscription aux offres ne soit possible que si les investisseurs potentiels ont fourni des informations ayant trait à leurs connaissances, à leur expérience en matière d'investissement, à leur situation financière et à leurs objectifs.

Les sites et les règles qui leur sont applicables ne sont pas les seuls manifestations de l'incidence des nouvelles technologiques sur les levées de fonds. En sont également les nouveaux produits financiers proposés aux investisseurs (A) et les nouveaux statuts professionnels applicables aux intermédiaires financiers (B).

A. Les nouveaux produits financiers

Dans le cadre du financement participatif, les produits proposés aux investisseurs sont connus: il peut s'agir de prêts ou de dons, ou encore de valeurs mobilières.

Les valeurs mobilières, qui sont définies comme des titres représentant un droit de créance collectif à long terme²⁵, sont, en droit français, des titres

²⁴ *Règlement général de l'Autorité des marchés financiers*, en ligne: <<https://www.amf-france.org/reglement/RG-en-vigueur>> (consulté le 24 mai 2019), art. 325-48 [ci-après «*Règlement général de l'AMF*»].

²⁵ Thierry BONNEAU, «*La diversification des valeurs mobilières; ses implications en droit des sociétés*», *Rev. trim. dr. com.* 1988.535, n° 82, p. 586.

financiers qui confèrent des droits identiques par catégorie²⁶. Elles sont dominées traditionnellement par la distinction des actions et des obligations, étant rappelé que la distinction a été élargie aux titres de capital²⁷ et aux titres de créance²⁸ et qu'elle s'est enrichie de la catégorie des valeurs mobilières composées²⁹. Les actions investissent leurs titulaires de droits politiques et pécuniaires qui sont illustrés par le droit de vote et le droit aux dividendes. Les obligations donnent droit au paiement d'un intérêt et au remboursement à une date déterminée. Toutefois, quelle que soit la catégorie de titres, les valeurs mobilières, tout comme les titres financiers, représentent des créances de sommes d'argent. On pourrait, il est vrai, contester cette approche car elle n'est consacrée par aucun texte. Toutefois, la catégorie générale des valeurs mobilières s'analyse à partir des titres qui la composent classiquement, de sorte qu'il nous paraît incontestable que les valeurs mobilières, tout comme les titres financiers, représentent des créances de sommes d'argent.

Ce rappel n'est pas inutile car la détermination de la nature juridique des tokens³⁰, proposés dans le cadre des ICO, est délicate en raison de leur diversité³¹. Car si certains donnent des droits aux fruits (notamment sous forme de profit), des droits de vote ou de gouvernance ou encore des droits d'usage, notamment d'un service offert par l'émetteur³², il est souligné que les tokens, qui sont analysés par certains comme des « unités de compte de cybermonnaie en devenir »³³ et qui peuvent fonctionner uniquement comme une cryptomonnaie³⁴, sont également susceptibles de donner des droits sur une blockchain ou de représenter des actifs hors blockchain, notamment

²⁶ Code de commerce, art. L. 228-1, al. 2.

²⁷ Cf. Code monétaire et financier, art. L. 212-1.

²⁸ Cf. *id.*, art. L. 213-1.

²⁹ Voir notamment T. BONNEAU, préc., note 25 ; T. BONNEAU *et al.*, préc., note 4, n° 653 et suiv.

³⁰ Voir notamment Louis SOLERANSKI, « Réflexions sur la nature juridique des tokens », *Bull. Joly Bourse* 2018.191.

³¹ Voir aussi Hubert DE VAUPLANE, « Qu'est-ce qu'un token utilitaire? », R.T.D.F. 2018.1.66.

³² AMF, *Document de consultation sur les Initial Coin Offerings (ICOs)*, octobre 2017, p. 2 ; AMF, *Synthèse des réponses à la consultation publique portant sur les Initial Coin offerings (ICO) et point d'étape sur le programme « Unicorn »*, février 2018. Les deux documents sont disponibles en ligne : <<https://amf-france.org/Actualites/Consultations-publiques?langSwitch=true>> (consulté le 24 mai 2019).

³³ Pierre-Charles PRADIER, « ICO : qu'es aco? », *Revue Banque* n° 813 2017.58.

³⁴ PARIS EUROPLACE, *Les impacts des réseaux distribués et de la technologie blockchain dans les activités de marché*, Rapport groupe Fintech, 2017, p. 25.

de l'or, des devises ou des biens immobiliers³⁵. Précisons que s'ils représentent une valeur ou un intérêt – ce qui ne veut pas dire grand-chose, selon un auteur³⁶ – et confèrent des droits qui peuvent être financiers comme non financiers, les tokens ne paraissent pas représenter une créance représentative d'une somme d'argent sur l'émetteur³⁷.

L'absence d'une telle créance exclut la qualification juridique de valeurs mobilières, et donc de titres de capital comme de titres de créance: les titres de capital sont, tout autant que les titres de créance, des créances représentatives d'une somme d'argent. Aussi est-il inutile de distinguer ces deux catégories de titres pour parvenir à la conclusion que les tokens ne sont pas des valeurs mobilières. Précisons :

- d'une part, que les valeurs mobilières confèrent nécessairement un droit de créance contre une personne de sorte que l'absence de personnalité morale est un obstacle à la qualification de titres financiers³⁸ ;
- et, d'autre part, que les droits attachés à la créance de somme d'argent, desquels dépend en particulier la qualification d'action ou d'obligation, ne permettent pas, à eux seuls, de retenir cette qualification, celle-ci dépendant en amont de l'existence ou non d'une créance représentative de somme d'argent³⁹ .

On pourrait, il est vrai, être alors tenté de remettre en cause cette conclusion, afin de surmonter le fait que les tokens ne sont pas des créances représentatives d'une somme d'argent, en soutenant l'idée selon laquelle la « créance » peut avoir un objet autre qu'une somme d'argent⁴⁰. Il nous semble toutefois quelque peu contestable d'emprunter une voie qui conduirait à dénaturer les concepts juridiques sur lesquels notre société prend

³⁵ Hubert DE VAUPLANE, « Crypto-Assets, token, blockchain, ICO : un nouveau monde ? », *Revue Banque* n° 812 2017.16, p. 17.

³⁶ Hubert DE VAUPLANE, « Quelle régulation pour les offres publiques en cryptomonnaies (ICO) ? », *Revue Banque* n° 810 2017.16.

³⁷ Dans le même sens, HUBERT DE VAUPLANE, « La qualification juridique de certains tokens en titres de créance », *R.T.D.F.* 2017.4.30.

³⁸ *Contra*, AMF, *Document de consultation sur les Initial Coin Offerings (ICOs)*, préc., note 32, p. 7.

³⁹ Rapprocher, Marc-Étienne SÉBIRE et Jérôme SUTOUR, « Quel régime pour les Initial coin offerings ? », *Option finance* n° 1428 2017.20.

⁴⁰ AMF, *Document de consultation sur les Initial Coin Offerings (ICOs)*, préc., note 32, p. 7.

appui uniquement pour faire entrer les tokens dans une catégorie connue. On pourrait certes rétorquer que l'analyse des valeurs mobilières et titres financiers en créances de somme d'argent n'est pas formellement consacrée par les textes et que dès lors on peut se tourner vers le Code civil, qui admet qu'une prestation puisse constituer dans la remise d'une somme d'argent⁴¹ comme dans la remise de quelque chose d'autre⁴². Mais cette approche ne saurait être retenue en présence d'une tradition juridique forte qui consacre, depuis bien des années, l'analyse des valeurs mobilières en créances de sommes d'argent. Elle ne peut pas plus l'être en ce qui concerne les titres financiers⁴³ qui, en raison des catégories de titres y participant, sont fondamentalement des créances de sommes d'argent.

On l'aura compris : la qualification de valeurs mobilières et de titres financiers n'est pas, à notre sens, pertinente même si nous reconnaissons la difficulté qui existe, la notion de titres financiers n'étant nullement définie par l'article L 211-1 du Code monétaire et financier, celui-ci se contentant d'énumérer les titres participant de la catégorie. Une difficulté similaire existe à propos des biens divers, dont la notion n'est pas précisément définie par l'article L 550-1 du même Code⁴⁴, ce qui n'empêche toutefois pas certains de considérer que les tokens peuvent constituer des biens divers⁴⁵. Cette analyse ne s'impose toutefois pas avec évidence.

Car l'article L 550-1 vise des droits sur des biens : « droits sur des biens mobiliers ou immobiliers »⁴⁶, « droits sur un ou plusieurs biens en mettant en avant la possibilité d'un rendement financier direct ou indirect ou ayant un effet économique similaire »⁴⁷. Or, si les tokens confèrent des droits, peuvent-ils être effectivement qualifiés de biens⁴⁸? L'Autorité des marchés

⁴¹ Art. 1343 al. 1 Code civil : « Le débiteur d'une obligation de somme d'argent se libère par le versement de son montant nominal ».

⁴² *Id.*, art. 1342 al. 1 : « Le paiement est l'exécution volontaire de la prestation due ».

⁴³ Code monétaire et financier, préc., note 3, art. L. 211-1, II : « Les titres financiers sont :
1° Les titres de capital émis par les sociétés par actions ;
2° Les titres de créance ;
3° Les parts ou actions d'organismes de placement collectif. ».

⁴⁴ Emilie MAZZEI, « Réglementation relative aux biens divers », dans *JurisClasseur Banque – Crédit – Bourse*, fasc. 180, n° 13.

⁴⁵ Sur l'approche du bitcoin en biens divers, voir E. MAZZEI, *id.*, n° 20.

⁴⁶ Code monétaire et financier, art. L. 550-1, I.

⁴⁷ *Id.*, art. L. 550-1, II.

⁴⁸ Sur la notion, voir Pierre BERLIOZ, *La notion de bien*, Paris, L.G.D.J., 2007 (préf. par Laurent Aynès).

financiers (ci-après «AMF») l'a affirmé dans un document de consultation d'octobre 2017⁴⁹ sans le démontrer. Il est vrai qu'elle se réfère au critère classique du bien qu'est l'appropriation mais elle se dispense d'une analyse plus approfondie, se bornant à affirmer que les tokens sont des biens. Or, si les tokens confèrent des droits, est-ce pour autant qu'ils constituent des choses dont on peut considérer qu'ils sont appropriés? On peut être tenté de donner une réponse positive car, selon certains⁵⁰, l'appropriabilité peut concerner «une relation d'appartenance entre une personne et une chose quelle qu'elle soit»; on doit également relever que les tokens ont un marché secondaire. L'échange et la circulation ne sont pas les critères essentiels du bien. En outre, la difficulté serait peut-être moindre si l'on avait adopté les définitions proposées en 2009 par l'Association Henri Capitant⁵¹: «sont des biens, au sens de l'article précédent, les choses corporelles ou incorporelles faisant l'objet d'une appropriation, ainsi que les droits réels et personnels tels que définis aux articles 522 et 523» (art. 520); «le droit personnel est celui du créancier d'une obligation à l'encontre de son débiteur» (art. 523); le droit aux fruits participe de ces droits personnels.

Ces discussions sur la qualification juridique sont essentielles pour le choix du régime applicable, tout au moins si l'on veut appliquer un régime existant. Elles le sont moins si on met en place des régimes spécifiques, ce qui est le cas pour les levées de fonds réalisées via une ICO et un financement participatif. Rappelons que le régime ICO n'est actuellement qu'à l'état de projet.

B. Les nouveaux statuts professionnels

Le projet de réforme⁵² concernant les ICO prévoit de modifier l'intitulé du titre V du livre V du Code monétaire et financier pour ajouter au titre actuel «intermédiaires en biens divers» les termes «et émetteurs de jetons». Aussi pourrait-on penser que le projet envisage de créer un nouveau statut, d'autant que le livre du V est lui-même intitulé «les prestataires de services». Mais outre que les émetteurs de jetons ne sont pas forcément

⁴⁹ *Id.*, p. 9.

⁵⁰ Karima LACHGAR et Jérôme SUTOUR, «Le token, un objet digital non identifié?», *Option finance* n° 1437 2017.18.

⁵¹ Hugues PÉRINET-MARQUET (dir.), *Propositions de l'Association Henri Capitant pour une réforme du droit des biens*, Paris, Litec, 2009, p. 116.

⁵² Art. 26, 2° Projet de loi PACTE.

des intermédiaires financiers, c'est uniquement l'offre au public de jetons qui est régie. De sorte que de cette modification ne naîtra aucun statut professionnel nouveau. Par ailleurs, le titre V n'est pas le seul qui doit être modifié; le titre IV doit l'être également afin d'introduire un nouveau chapitre concernant les prestataires de services sur actifs numériques⁵³. Cette introduction, qui est due à un amendement introduit en septembre 2018, a été définitivement votée en première lecture par l'Assemblée nationale. Cela rapproche la démarche législative suivie pour les crypto-actifs de celle retenue en matière de financement participatif.

En France (1), c'est la réforme de 2014 qui a introduit, dans le Code monétaire et financier, un dispositif destiné à régir les professionnels participant à la réalisation d'un financement participatif. Ces statuts ne devraient pas disparaître malgré la proposition de règlement européen de 2018 (2).

1. La réglementation française

Le financement participatif pouvant prendre deux formes différentes – émission de titres ou distribution de prêts ou dons – le législateur français a créé deux statuts: celui de conseiller en financement participatif (a) et celui d'intermédiaire en financement participatif (b). À leur égard, il y a une certaine « mifidisation » de leurs obligations, en ce sens que leurs obligations s'inspirent de celles qui sont instituées par les textes MIF, autrement dit par la directive du 15 mai 2014 sur les marchés d'instruments financiers⁵⁴.

a) Les conseillers en investissement participatif

Les professionnels relevant du statut de conseiller en investissement participatif⁵⁵ contribuent à la commercialisation des financements participatifs réalisés par émission de titres financiers. Ils sont définis comme des personnes morales⁵⁶ qui ont pour activité quasi exclusive, par le biais d'un

⁵³ *Id.*, art. 26 bis A.

⁵⁴ *Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE*, JOUE n° L 173/349 du 12 juin 2014. Sur la protection des investisseurs dans le cadre des textes MIF, voir T. BONNEAU, préc., note 1, n° 419 et suiv., p. 640.

⁵⁵ Code monétaire et financier, art. L. 547-1 et suiv. et D. 547-1 et suiv.; Règlement général de l'AMF, art. 325-48 et suiv.

⁵⁶ Code monétaire et financier, art. L. 547-3.

site Internet, de faire du conseil en investissement, et donc des recommandations concernant les titres financiers, actions ou obligations, émis dans le cadre d'un financement participatif⁵⁷.

L'accès à ce statut est subordonné à une immatriculation sur le registre tenu par l'ORIAS (association de droit privé en charge du Registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance⁵⁸), et à l'adhésion à une association chargée du suivi de ses membres⁵⁹. À ces conditions s'ajoutent d'autres. Les personnes physiques qui ont le pouvoir de gérer ou d'administrer les personnes morales doivent notamment répondre à des conditions de compétence professionnelle⁶⁰. Par ailleurs, les conseillers en investissement participatif doivent justifier d'une assurance responsabilité professionnelle⁶¹.

Le statut génère un certain nombre d'obligations, notamment des interdictions⁶², des règles de bonne conduite⁶³ et des règles d'organisation⁶⁴.

b) Les intermédiaires en financement participatif

Les intermédiaires en financement participatif⁶⁵ ont pour activité de mettre en relation, au moyen d'un site internet, des porteurs de projet et les personnes qui sont autorisées à les financer sous forme de prêts à titre onéreux ou sans intérêt⁶⁶. Le financement sous forme de dons ne participe ainsi pas de la définition des intermédiaires en financement participatif: les personnes qui ne proposent que des financements sous forme de dons ne sont donc pas soumises au statut prévu par les textes précités. Elles peuvent toutefois s'y soumettre volontairement⁶⁷. Il est en effet précisé que

⁵⁷ *Id.*, art. L. 547-1.

⁵⁸ *Id.*, art. L. 547-2.

⁵⁹ *Id.*, art. L. 547-4. Sur les règles applicables aux associations, voir les articles 325-67 et suiv. du Règlement général de l'AMF.

⁶⁰ Code monétaire et financier, art. L. 547-3, II, 2; Règlement général de l'AMF, art. 325-49. Sur les conditions devant être remplies par les dirigeants, voir également les articles D. 547-2 du Code monétaire et financier.

⁶¹ Code monétaire et financier, art. L. 547-5.

⁶² *Id.*, art. L. 547-6.

⁶³ *Id.*, art. L. 547-9; Règlement général de l'AMF, art. 325-51 et suiv.

⁶⁴ Règlement général de l'AMF, Art. 325-57 et suiv.

⁶⁵ Code monétaire et financier, art. L. 548-1 et suiv., D. 548-1 et R. 548-1 et suiv.

⁶⁶ *Id.*, art. L.548-1 al. 1 et L. 548-2, I.

⁶⁷ AMF/ACPR, préc., note 12, p. 2.

« les personnes qui ne proposent que des opérations de dons peuvent être intermédiaires en financement participatif. Dans ce cas, elles se soumettent aux dispositions du présent chapitre »⁶⁸.

Les intermédiaires en financement participatif sont des personnes morales⁶⁹ qui doivent être immatriculées auprès de l'ORIAS⁷⁰. Leurs dirigeants doivent remplir les conditions d'honorabilité et de compétence professionnelle exigées par les textes⁷¹. Ils doivent justifier d'une assurance professionnelle⁷², peuvent procéder à des transferts de fonds à la condition d'être agréés comme établissement de paiement⁷³ et sont tenus à des règles de bonne conduite et d'organisation : ces règles sont prévues à l'article L 548-6 du Code monétaire et financier et détaillées aux articles R 548-4 à R 548-10 du même code⁷⁴.

En conclusion, si le financement a été organisé sur la base de statuts spécialement créés, cela ne veut pas dire que seuls les professionnels couverts par ce statut sont autorisés à participer aux opérations de financement participatif. Le financement par émission de titres illustre ce point : les offres de titres financiers peuvent être effectués par le biais d'un prestataire de service d'investissement (PSI) ou d'un conseiller en financement participatif⁷⁵.

2. La réglementation européenne

Les statuts mis en place par les autorités françaises demeureront après l'adoption de la proposition de règlement européen dont l'objectif est de régir les professionnels, appelés prestataires de services de financement participatif, qui interviennent dans la mise en relation des porteurs de projets

⁶⁸ Code monétaire et financier, art. L. 548-2, II.

⁶⁹ *Id.*, art. L. 548-2, I.

⁷⁰ *Id.*, art. L. 548-3.

⁷¹ *Id.*, art. L. 548-4, R. 548-1, R. 548-2 et R. 548-3 ; *Arrêté du 30 septembre relatif à la capacité professionnelle des intermédiaires en financement participatif*, préc., note 12.

⁷² Code monétaire et financier, art. L. 548-5.

⁷³ L'article L. 522-11-1 du Code monétaire et financier prévoit un agrément limité qui cesse dès lors que les conditions posées par le texte cessent d'être remplies. Sur le régime prudentiel allégé applicable à ces établissements, cf. Code monétaire et financier, art. L. 522-11-1 al. 2, D. 522-1-1 et suiv.

⁷⁴ Lorsque les intermédiaires en financement participatif ne présentent sur leur site internet que des appels à dons, le dispositif est allégé : voir *id.*, art. R. 548-10.

⁷⁵ *Id.*, art. L. 411-2, I bis, 2°.

et des investisseurs. Il est en effet prévu que ce règlement ne s'appliquera pas «aux services de financement participatif fournis par des personnes physiques ou morales conformément au droit national»⁷⁶.

La proposition de règlement comporte 8 chapitres intitulés «Objet, champ d'application et définitions» (chap. 1), «Prestation de services de financement participatif et exigences organisationnelles et opérationnelles applicables aux prestataires de services de financement participatif» (chap. 2), «Agrément et surveillance des prestataires de services de financement participatif» (chap. 3), «Transparence et imposition par les prestataires de services de financement participatif d'un test de connaissances à l'entrée» (chap. 4), «Communications publicitaires» (chap. 5), «Pouvoirs et compétences de l'AEMF» (chap. 6), «Actes délégués» (chap. 7) et «Dispositions finales» (chap. 8). On doit noter que les prestataires de services de financement participatif seront agréés non pas par les autorités nationales, mais par l'ESMA (art. 10), et donc à l'exclusion de l'European Banking Authority alors même que l'une des opérations de financement participatif réside dans les prêts. On notera encore que ces professionnels devront être répertoriés dans un registre tenu par l'ESMA⁷⁷ (art. 11) et sont soumis à un certain nombre d'obligations, notamment à des règles de conduite⁷⁸.

Les règles de conduite sont mises en place pour assurer la protection des investisseurs. Cependant, cette question n'est que l'une des problématiques résultant de l'usage des nouvelles technologies en matière de levée de fonds, problématiques que nous aborderons dans la prochaine section.

II. Les problématiques résultant de l'usage des nouvelles technologies en matière de levées de fonds

Les problématiques relatives aux levées de fonds via le financement participatif et les ICO sont de deux ordres. Certaines sont structurelles (A) alors que d'autres sont liées à la protection des intervenants et sont ainsi d'ordre comportemental (B).

⁷⁶ *Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entreprises*, préc., note 23, art. 2, § 2, c).

⁷⁷ *Id.*, art. 11.

⁷⁸ *Id.*, art. 4, 14 et suiv.

A. Les problématiques structurelles

Les problématiques sont dites structurelles lorsqu'elles affectent l'organisation des levées de fonds. Y participent tant la disparition des tiers de confiance (1) que les plafonds encadrant les opérations de levées de fonds (2).

1. La disparition du tiers de confiance

Le système financier repose traditionnellement sur des tiers de confiance, en particulier les dépositaires centraux de titres dont le rôle est essentiel car ils contribuent au bon fonctionnement et à l'efficacité des marchés financiers ainsi qu'à la stabilité du système financier. Ils sont définis, dans la législation européenne⁷⁹, par référence à la gestion des systèmes de règlement-livraison. Certains auteurs⁸⁰ font toutefois remarquer que leurs fonctions essentielles résident dans les autres services dits de base, à savoir le service notarial et le service de tenue centralisée de comptes. La fonction notariale consiste

à enregistrer, dans un compte spécifique, l'intégralité des instruments financiers composant chaque émission admise aux opérations du dépositaire central, afin de vérifier en permanence que le nombre d'instruments financiers enregistrés aux comptes de ses adhérents correspond bien au montant total de chaque émission. Cette mission, qui vise à prévenir tant l'inflation de titres, en évitant la création artificielle de titres, que les disparitions de titres, est essentielle à la fois pour le marché et pour les investisseurs. La tenue centralisée de comptes de titres, quant à elle, permet d'assurer la circulation des instruments financiers par virement de compte à compte, et est ainsi essentielle pour assurer le transfert de propriété des titres.⁸¹

Le dépositaire central de titres paraît ainsi comme un intermédiaire obligé pour tous les titres qui ont fait l'objet d'une admission aux négociations sur un marché réglementé ou qui, sans être cotés sur un tel marché, sont admis aux opérations d'un dépositaire central.

Leur rôle est à l'évidence affecté par la technologie DLT (*distributed ledger technology* ou technologie du registre distribué) car elle met fin à la

⁷⁹ Voir T. BONNEAU, préc., note 1, n° 205.

⁸⁰ T. BONNEAU *et al.*, préc., note 4, n° 600.

⁸¹ *Id.*

centralisation: elle postule une pluralité de registres de transactions qui sont conservés au sein d'un réseau distribué ou partagé de participants et non par une entité centralisatrice⁸². Utilisée dans le cadre des tokens qui sont proposés lors des ICO, la technologie DLT conduit à une désintermédiation ou, à tout le moins, à une redéfinition des rôles des tiers de confiance.

Cette désintermédiation n'est actuellement possible que pour les produits financiers qui ne sont pas négociés sur un marché réglementé ou qui ne sont pas obligatoirement admis aux opérations d'un dépositaire central. Ce que confirme l'approche de l'ESMA qui, à propos du règlement dépositaires centraux de titres (DCT) du 23 juillet 2014⁸³ et de la directive du 19 mai 1998 sur le caractère définitif du règlement dans les systèmes de règlement-livraison⁸⁴, a souligné que ces textes sont applicables si le réseau DLT est désigné comme système de règlement-livraison: la directive de 1998 est applicable et le réseau a besoin d'un dépositaire central soumis aux exigences du règlement de 2014⁸⁵.

2. Les plafonds applicables aux levées de fonds

Le montant des levées de fonds relève classiquement de la liberté des parties, de la situation financière des émetteurs/emprunteurs et des circonstances économiques. Il en est ainsi en matière d'ICO: le montant des levées de capital dans le cadre de ces opérations ne fait l'objet d'aucun plafond. De même, aucun plafond n'est imposé aux investisseurs: ceux-ci sont libres d'investir la somme qu'ils souhaitent. L'absence de plafond caractérise également le financement participatif sous forme de dons. Il en va en revanche différemment lorsque celui-ci est réalisé sous forme d'émission de titres ou sous forme de prêts.

⁸² EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, préc., note 10, n° 1, p. 8.

⁸³ *Règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, et modifiant les directives 98/26/CE et 2014/65/UE ainsi que le règlement (UE) n° 236/2012*, JOUE n° L 257/1 du 28 août 2014.

⁸⁴ *Directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres*, JOCE n° L 166/45 du 11 juin 1998.

⁸⁵ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, préc., note 10, n° 100, p. 26.

Le montant des offres de titres financiers est ainsi annuellement limité à un million d'euros⁸⁶ : ce montant est calculé « sur une période de 12 mois qui suit la date de la première offre »⁸⁷. Une règle identique est retenue par le projet de règlement européen qui ne s'appliquera pas « aux offres de financement participatif dont le montant, calculé sur une période de 12 mois pour un projet particulier de financement participatif, est supérieur à 1 000 000 EUR par offre »⁸⁸. Cette exclusion n'est pas étonnante car le seuil correspond au seuil au-delà duquel le Règlement prospectus est applicable⁸⁹.

Les prêts sont, quant à eux, doublement plafonnés. Ils le sont quant au montant total qu'un porteur de projet peut obtenir pour celui-ci : 1 millions d'euros⁹⁰. Ils le sont également quant au montant qui peut être apporté par chaque prêteur : en cas de prêt avec intérêts, le montant prêté est plafonné à 2 000 € par projet⁹¹ ; en cas de prêt sans intérêt, le montant prêté est plafonné à 5 000 €⁹². Ces limites ne sont pas surprenantes, y compris en ce qui concerne les prêts sans intérêt car ceux-ci restent « une forme d'endettement avec les risques inhérents à ce type de financement »⁹³.

B. Les problématiques comportementales

Les problématiques comportementales visent à appréhender les comportements des parties aux opérations de levées de fonds, que ce soit les bénéficiaires des dites levées ou les apporteurs de capitaux : autrement dit, les débiteurs et les créanciers, les émetteurs et les actionnaires/obligataires,

⁸⁶ Code monétaire et financier, art. L. 411-2, I bis, 3° et D. 411-2.

⁸⁷ Règlement général de l'AMF, art. 211-2, II.

⁸⁸ *Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entreprises*, préc., note 23, art. 2, § 2, d).

⁸⁹ *Règlement Prospectus 2017/1129 du 14 juin 2017*, JOUE n° L 168/12 du 30 juin 2017, art. 1, § 3 : « Sans préjudice du deuxième alinéa du présent paragraphe et de l'article 4, le présent règlement ne s'applique pas à une offre au public de valeurs mobilières dont le montant total dans l'Union est inférieur à 1 000 000 EUR, ce montant étant calculé sur une période de douze mois ».

⁹⁰ Code monétaire et financier, art. D. 548-1 al. 3.

⁹¹ *Id.*, art. D. 548-1 al. 1.

⁹² *Id.*, art. D. 548-1 al. 2.

⁹³ A.-V. LE FÜR, préc., note 13, n° 9.

les prêteurs et les débiteurs. En matière bancaire, classiquement, la problématique concerne les débiteurs alors qu'en matière financière, la question de la protection concerne les investisseurs. Ce qui conduit à se demander si, en cas de levée de fonds via le financement participatif et d'ICO, il y a ou non un changement de paradigme.

On pourrait le penser si on prend en considération le financement participatif au moyen de prêts, car la législation protège les prêteurs. On ne doit toutefois pas oublier que dans le cadre des émissions obligataires, ce sont les créanciers/prêteurs qui sont protégés de sorte que le changement de paradigme est sans doute plus apparent que réel.

Les moyens de protection sont divers : écrit⁹⁴, durée du financement⁹⁵, information, mise en garde, règles en matière de taux d'intérêt⁹⁶, règles de bonne conduite. Ils sont plus ou moins développés selon qu'il s'agit du financement participatif (1) ou des ICO (2).

1. La protection des investisseurs dans le cadre du financement participatif

La proposition de règlement européen prévoit, dans ses chapitres 4 et 5, des mesures destinées à protéger les investisseurs : sont en particulier régies l'information des investisseurs, l'évaluation de leur aptitude à supporter des pertes et les communications publicitaires⁹⁷. Ces mesures rejoignent celles de la législation française qui fait peser la protection tant sur les bénéficiaires des levées de fonds (a) que sur les intermédiaires financiers (b).

a) La protection à la charge des personnes levant les fonds

Si l'offre de titres financiers ne génère pas l'obligation d'établir un prospectus, en revanche, il incombe à l'émetteur de fournir un certain nombre d'informations préalablement à toute souscription⁹⁸. En particulier, l'émet-

⁹⁴ Notons que tout contrat entre un prêteur et un promoteur de projet est établi par écrit ou sur tout autre support durable : Code monétaire et financier, art. R. 548-8.

⁹⁵ En cas de prêt à intérêt, la durée ne peut pas excéder 7 ans : *id.*, art. 548-1.

⁹⁶ Le taux d'intérêt du prêt est fixe et ne dépasse pas le taux de l'usure : *id.*, art. 548-1.

⁹⁷ Cf. *Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entreprises*, préc., note 23, art. 14, 15, 16 et 19.

⁹⁸ Règlement général de l'AMF, art. 217-1

teur doit décrire son activité et son projet, cette description devant être accompagnée notamment des comptes existants, des éléments prévisionnels sur l'activité et de l'organigramme de l'équipe dirigeante et de l'actionnariat⁹⁹. Il doit encore donner « une information sur le niveau de participation auquel les dirigeants de l'émetteur se sont eux-mêmes engagés dans le cadre de l'offre proposée »¹⁰⁰.

De même, les bénéficiaires des prêts et des dons, que l'on appelle les porteurs de projet, sont appelés à communiquer des informations aux intermédiaires en financements participatifs¹⁰¹. Ils doivent apporter une attention toute particulière aux informations qu'ils communiquent car leur responsabilité pourra être engagée à ce titre : « toute information fournie par le porteur de projet erronée ou susceptible d'induire l'intermédiaire en financement participatif en erreur engage la responsabilité du porteur de projet »¹⁰². Cette règle n'est pas étonnante car les informations communiquées auxdits intermédiaires sont mises à la disposition du public via le site Internet des intermédiaires¹⁰³. Les prêteurs et donateurs bénéficient ainsi, via les intermédiaires en financement participatif, d'une information de la part des porteurs de projet. Ceux-ci n'ont pas d'autres obligations. Ils n'ont pas en particulier à apprécier la situation financière des prêteurs et à les mettre en garde¹⁰⁴.

b) La protection à la charge des intermédiaires financiers

La protection à la charge des intermédiaires financiers est déclinée selon l'opération – émission de titres ou distribution de prêts – et impose un certain nombre d'obligations tant aux conseillers en investissement participatif qu'aux intermédiaires en financement participatif.

Les conseillers en investissements participatifs¹⁰⁵ doivent transmettre les informations de l'émetteur à leurs clients. Ils ne doivent toutefois pas se borner à cette communication : ils ont d'autres obligations. Ils ne peuvent

⁹⁹ *Id.*, art. 217-1, 1^o.

¹⁰⁰ *Id.*, art. 217-1, 2^o.

¹⁰¹ Code monétaire et financier, art. L. 548-1 al. dernier et R. 548-5.

¹⁰² *Id.*, art. L. 548-1 al. dernier.

¹⁰³ *Id.*, art. R. 548-5.

¹⁰⁴ Sur l'évaluation de la situation financière des prêteurs et leur mise en garde, *infra*, II.B.2.

¹⁰⁵ Règlement général de l'AMF, art. 315-54.

pas, par exemple, recevoir des titres financiers de leurs clients¹⁰⁶. Par ailleurs, ils doivent agir avec loyauté, au mieux des intérêts de leurs clients, et apprécier leur situation financière, leur expérience en matière d'investissement et leurs objectifs d'investissement « de manière à s'assurer que l'offre proposée est adaptée à leur situation »¹⁰⁷. Les règles de conduite imposées aux conseillers en investissement participatif sont détaillées par le règlement général de l'AMF¹⁰⁸ : à ce titre, le règlement général pose des règles en matière d'information, notamment en ce qui concerne le détail des frais facturés aux investisseurs¹⁰⁹, les risques inhérents au projet (en particulier le risque de perte totale ou partielle de capital)¹¹⁰, le risque d'illiquidité et le risque d'absence de valorisation¹¹¹ et les informations à communiquer en matière de rémunération et de rétrocessions¹¹². Et bien sûr, l'information donnée doit être exacte, claire et non trompeuse¹¹³.

Les intermédiaires en financement participatif sont, quant à eux, tenus d'une obligation d'information du public¹¹⁴, des prêteurs et des donateurs¹¹⁵. Ils doivent notamment informer le public des conditions de sélection des projets et des porteurs de projet¹¹⁶. Ils doivent également fournir une infor-

¹⁰⁶ Code monétaire et financier, art. L. 547-6.

¹⁰⁷ *Id.*, art. L. 547-9.

¹⁰⁸ Règlement général de l'AMF, art. 325-51.

¹⁰⁹ *Id.*, art. 325-54.

¹¹⁰ *Id.*

¹¹¹ *Id.*

¹¹² *Id.*, art. 325-53.

¹¹³ *Id.*, art. 325-52.

¹¹⁴ Code monétaire et financier, art. L. 548-6, 1^o, 2^o et 3^o.

¹¹⁵ *Id.*, art. L. 548-6, 4^o.

¹¹⁶ *Id.*, art. L. 548-6, 2^o et art. R. 548-5, 3^o. : « l'intermédiaire en financement participatif : [...]

3^o Publie sur son site internet, de manière facilement accessible depuis la première page : a) Les conditions d'éligibilité et les critères d'analyse et de sélection des projets et des porteurs de projets ainsi que les informations qu'il recueille à cet effet ;

b) Les taux de défaillance enregistrés au cours des trente-six derniers mois ou, s'il remonte à moins de trois ans, depuis le démarrage de son activité, ainsi calculés et mis à jour trimestriellement :

– la somme du capital restant dû des crédits et prêts sans intérêt présentant une échéance impayée depuis plus de deux mois et le nombre de projets correspondant sur la somme du capital restant dû de l'ensemble des prêts et le nombre de projets correspondant ;

– la somme des projets pour lesquels des échéances de remboursement de crédits ou de prêts sans intérêt restent impayées chaque mois sur le nombre total de projets pour lesquels des remboursements sont en cours ».

mation quant à leur rémunération¹¹⁷. À ces informations qui sont indépendantes de toute opération s'ajoutent des informations spécifiques aux opérations en préparation. Il est ainsi prévu qu'avant la conclusion du contrat de prêt, l'intermédiaire en financement participatif communique à chaque contractant un certain nombre d'éléments tels que, par exemple, la durée du prêt et la périodicité des remboursements¹¹⁸.

Les intermédiaires en financement participatif ont une obligation de mise en garde : mise en garde des prêteurs sur les risques liés au financement participatif de projet, notamment les risques de défaillance de l'emprunteur « et, le cas échéant, sur l'absence de garantie couvrant ces risques ainsi que sur l'indisponibilité des sommes prêtées¹¹⁹ » ; mise en garde des porteurs de projets sur les risques d'un endettement excessif « et sur les conséquences d'un défaut de paiement »¹²⁰. Cette mise en garde, qui doit être effectuée avant la conclusion du contrat de prêt¹²¹, paraît toutefois assez formelle et limitée¹²², car l'intermédiaire en financement participatif n'a ni à procéder à l'évaluation de la situation financière du porteur du projet, ni à apprécier la faculté des prêteurs à supporter le risque de crédit. Sa seule obligation est de mettre « à disposition sur son site Internet un outil permettant aux prêteurs d'évaluer leurs capacités de financement en fonction du montant déclaré de leurs ressources et de leurs charges annuelles et de leur épargne disponible »¹²³.

Les intermédiaires en financement participatif doivent également mettre à disposition sur leur site Internet un contrat type de prêt pouvant être utilisé, que celui-ci soit ou non avec intérêt. Un certain nombre de mentions sont obligatoires, notamment si le prêt est à titre onéreux : le montant total des intérêts, le taux débiteur fixe et le coût total du crédit¹²⁴. Le taux effectif global n'est pas expressément mentionné mais on peut sans

¹¹⁷ *Id.*, art. L. 548-6, 7°.

¹¹⁸ *Id.*, art. R. 548-7.

¹¹⁹ *Id.*, art. L. 548-6, 5° et art. R. 548-7, 4°.

¹²⁰ *Id.*, art. L. 548-6, 5° et art. R. 548-7, 5°.

¹²¹ *Id.*, art. R. 548-7.

¹²² Dans le même sens : A.-V. LE FÜR, « Enfin un cadre juridique pour le crowdfunding, une première étape dans la réglementation », préc., note 13, n° 14.

¹²³ Code monétaire et financier, art. R. 548-5, 2°.

¹²⁴ *Id.*, art. R. 548-6, 2°, c), e) et g).

doute considérer que l'exigence concernant le coût total du crédit est équivalent à l'exigence de la mention du taux effectif global (TEG)¹²⁵.

2. La protection des investisseurs dans le cadre des ICO

Si les produits offerts lors des ICO s'analysent en instruments financiers, les textes MIF vont s'appliquer comme l'a souligné l'ESMA dans un communiqué du 13 novembre 2017¹²⁶. Un régime déterminé, quel qu'il soit, n'est toutefois applicable que si les tokens présentent les caractéristiques du produit qui en relève. D'où l'intérêt d'un régime propre aux token, ce qui est la démarche du législateur français: le projet de loi PACTE prévoit le document d'information que les auteurs des ICO pourront établir, étant souligné que ce document, soumis au visa de l'Autorité des marchés financiers (AMF), sera seulement facultatif¹²⁷. D'où une protection toute relative des investisseurs en matière d'ICO.

Ce qui nous conduit, en conclusion, à revenir sur une question de principe: doit-on protéger les investisseurs quel que soit le produit? D'un côté, on peut être tenté de donner une réponse positive en raison des risques des produits. L'ESMA, dans un communiqué du 13 novembre 2017¹²⁸, vise, à propos des ICO, la vulnérabilité à la fraude et aux activités illicites ainsi que les risques de perte en capital et de manque d'information. D'un autre côté, la supervision a un coût pour les autorités, et les investisseurs doivent être responsables et libres de leurs décisions.

¹²⁵ Sur les notions de TEG et de coût total du crédit, voir T. BONNEAU, préc., note 14, n° 82 et suiv.

¹²⁶ Voir T. BONNEAU, préc., note 1, n° 504.29, p. 833 et suiv.

¹²⁷ Cf. art. L. 552-4 Code monétaire et financier, dans sa rédaction de l'article 26 du projet de loi PACTE. Voir Arnaud REYGROBELLET, « Le projet PACTE et les titres financiers », R.T.D.F. 2018.2-3.76.

¹²⁸ T. BONNEAU, préc., note 1, n° 504.28, p. 831 et suiv.