



HAL
open science

Financement d'entreprise et numérique

Thierry Granier

► **To cite this version:**

Thierry Granier. Financement d'entreprise et numérique. L'entreprise face aux défis du numérique – Aspects juridiques, Centre de droit économique et du développement (Université de Perpignan), Mar 2018, Perpignan, France. hal-01793113

HAL Id: hal-01793113

<https://hal.science/hal-01793113>

Submitted on 16 May 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.

Financement d'entreprise et numérique

**Thierry Granier, Professeur à Aix Marseille Université,
Centre de Droit Economique (EA 4224), Directeur du Pôle Banque Finance Patrimoine**

Contribution issue du colloque « L'entreprise face aux défis du numérique – Aspects juridiques », organisé par le Centre de droit économique et du développement de l'université de Perpignan, le 23 mars 2018. Elle fera l'objet d'une publication sous forme d'ouvrage collectif.

En guise d'entrée en matière, un premier constat doit être fait : le financement des entreprises par les marchés financiers repose essentiellement sur des procédés électroniques et informatiques utilisant le numérique. Sans être exhaustif, rappelons simplement que les marchés financiers, appelés aujourd'hui selon la terminologie européenne les « systèmes multilatéraux de négociation », sont des plateformes électroniques auxquelles on ne peut accéder qu'en passant des ordres de bourse pris en charge par des intermédiaires agissant par voie informatique pour introduire les titres financiers selon des ordres qu'ils ont reçus des investisseurs. Ces titres financiers, depuis la loi de dématérialisation (une expression raccourcie qui désigne la loi de finances pour 1982 n° 81-1160 du 30 décembre 1981, v. article 94. al. 2), sont inscrits en compte et ne peuvent circuler que de comptes à comptes. Ainsi, la transmission des titres et leur admission sur les marchés intervient sur support électronique. Il convient d'ajouter que la sécurisation des systèmes multilatéraux de négociation par le mécanisme de compensation est également assurée par un dispositif électronique qui se porte contrepartie de l'ensemble des transactions ; pour finir, le processus de règlement et de paiement des titres est pris en charge également par un système électronique. Plus encore, par l'utilisation du *trading* algorithmique, il est possible de faire passer directement des ordres sur les marchés financiers par un logiciel qui analyse différentes données du marché. En résumé, le financement des entreprises via les marchés financiers est totalement dématérialisé et ne repose que sur des procédés électroniques¹ à tel point, d'ailleurs, que l'objectif de financement de l'entreprise est parfois oublié au profit de l'optimisation financière propre au marché.

¹ V. Le dossier spécial paru dans la Revue Banque & Droit : « 1984-2014 - 30 ans de dématérialisation des titres en France », juin 2015.

L'accès à ce fonctionnement des marchés, sophistiqué, couteux et très réglementé, est difficile d'accès pour bon nombre d'entreprises d'envergure limitée. L'ardente nécessité de trouver du financement, enjeu central pour toute entreprise s'agissant de leur développement ou de leur survie, accentuée par la crise financière qui a provoqué un resserrement de l'octroi des crédits bancaires, a conduit les opérateurs à imaginer des solutions rendues possibles par la démocratisation de la numérisation. C'est ainsi que le développement des outils numériques et d'internet ont favorisé l'instauration du système du financement participatif qui permet aux entreprises de présenter leur activité et leur projet sur une plateforme électronique en vue d'obtenir des financements des internautes, ce procédé a été appréhendé rapidement par le législateur français bénéficiant actuellement d'un cadre législatif et réglementaire depuis 2014 en France² (I). Le développement de cette technologie a posé le problème de la circulation des titres financiers des sociétés hors des marchés financiers et, là encore, une réponse technologique innovante a émergé, celle dite de la blockchain, qui a été introduite, également de manière réactive, en droit positif français (II). Puis, certaines entreprises ont mis au point un financement en dehors des règles habituelles propres à cette opération en s'appuyant sur des moyens numériques, elles ont organisé des levées de fonds effectuées au travers une technologie de registre distribué (DLT) qui donnent lieu à une émission de jetons (« tokens »), désignée par une expression en langue anglaise les « *initial coin offerings* » ou ICOs (III).

I. Le financement d'entreprise par l'intermédiaire d'une plateforme électronique : le financement participatif

Le mécanisme du financement participatif passe par l'utilisation d'une plateforme électronique qui permet à des personnes porteuses d'un projet de demander aux internautes de le financer³. Ce financement peut intervenir dans le monde de l'entreprise⁴ de deux

² V. Ce dispositif a fait l'objet de très nombreux commentaires, voir par exemple : Dossier spécial : « Un cadre juridique pour le financement participatif », Bulletin Joly Sociétés, p. 740-763 ; Dossier spécial « Le crowdfunding ou financement participatif », Droit et patrimoine, n° 270 juin 2017, Jean-Marc Moulin, « Le financement participatif ou crowdfunding », Revue internationale des services financiers (RISF), oct. 2016, n° 4, pp. 5-12 ; Le cadre juridique du crowdfunding - Analyses prospectives, (ouvrage collectif, dir. Anne-Valérie Le Fur), Société de législation comparée.

Voir également, le dossier spécial « L'apport des Fintechs au droit bancaire », Revue de droit bancaire et financier, 1^{re} partie (RDBF janv 2017, n° 1 n^{os} 1-10) ; 2^e partie (RDBF mars 2017, n° 2).

³ J.-M. Moulin et a., « Le financement participatif ou *crowdfunding* », RISF 2016/4, p. 5 s.

⁴ Il est possible pour la plateforme de demander aux internautes de donner des fonds pour la réalisation de projet, nous laisserons cette hypothèse de côté car elle ne relève pas d'un processus propre au développement d'une entreprise, elle est surtout présente dans des opérations humanitaires, artistiques ou de mécénat...

manières. En effet, certaines plateformes organisent des prêts (A)⁵, tandis que d'autres mettent en place des offres de titres de société⁶ (B).

A. L'organisation de prêts aux entreprises par une plateforme électronique

Statut de la plateforme organisatrice du prêt – Face au développement hors d'un cadre légal défini d'opérations de prêt par l'utilisation de plateformes, le législateur est intervenu. Les montages retenus étaient, en effet, à la limite de la légalité, notamment au regard du principe d'interdiction d'effectuer des opérations de crédit pour les acteurs autres que les établissements de crédit et les sociétés de financement (posée par l'article L. 511-5 du code monétaire et financier). Ainsi, l'ordonnance n°2014-559 du 30 mai 2014 a modifié le code monétaire et financier pour donner un cadre juridique à ce type de prêt. Ce texte donne un statut aux plateformes électroniques qui prennent le nom d'intermédiaires en financement participatif (IFP) et qui sont définies comme des personnes morales exerçant, à titre habituel, l'intermédiation pour les opérations de prêt à titre onéreux ou sans intérêt⁷. Cette intermédiation consiste à mettre en relation, au moyen d'un site internet, les porteurs d'un projet déterminé et les personnes souhaitant financer ce projet. Concrètement, ces intermédiaires vont définir et organiser les modalités de suivi des opérations de financement, en l'occurrence, il s'agit d'une opération de prêt. L'accès à cette activité ne nécessite pas un agrément délivré par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et n'entre donc pas le cadre bancaire. Pour autant, cet acteur est soumis à un contrôle, puisqu'il doit remplir des conditions et de compétences professionnelles⁸ ; il doit également être en mesure de justifier à tout moment d'un contrat d'assurance le couvrant contre les conséquences pécuniaires de sa responsabilité civile professionnelle, en cas de manquement à ses obligations professionnelles. Cet opérateur doit, de plus, d'être immatriculés⁹ sur un registre unique tenu par l'Organisme pour le registre des intermédiaires d'assurance (ORIAS) qui, aujourd'hui, enregistre également des intermédiaires en banque et finance¹⁰.

Un contrat de prêt adapté – Les textes encadrant le mécanisme du financement participatif ont aménagé un contrat de prêt adapté à l'opération s'écartant ainsi du droit commun de la

⁵ Thierry Granier, Nadège Chapier-Granier, L'encadrement du crowdlending en droit français, Revue Luxembourgeoise de bancassurfinance, Wolters Kluwer, juin 2015.

⁶ Thierry Granier, Nadège Chapier-Granier, L'encadrement du crowdinvesting en droit français. Revue Luxembourgeoise de bancassurfinance, Wolters Kluwer, juill. 2015.

⁷ Article L. 548-1 du code monétaire et financier.

⁸ Article L. 548-4 du code monétaire et financier, les articles R. 548-2 à D. 548-3 de ce même code précisant les notions d'honorabilité et de compétence.

⁹ Article L. 548-3 du code monétaire et financier.

¹⁰ Article L. 546-3 du code monétaire et financier.
Voir le site de l'opérateur : <https://www.orias.fr>.

matière¹¹. L'article L. 548-1 du code monétaire et financier détermine les emprunteurs éligibles à ce type de prêt et mentionne, notamment, les « *personnes physiques ou morales agissant à des fins professionnelles qui peuvent solliciter un prêt avec ou sans intérêt ou un don* ». Ainsi, les entreprises vont pouvoir en bénéficier. Elles vont donc pouvoir emprunter auprès de particuliers internautes, qui vont se présenter comme une ressource, largement étrangère aux forces de financement des entreprises, jusqu'à l'installation de cette technique. Toutefois, afin de maîtriser le processus, et de limiter les risques associés à cette démarche décentralisée hors du cadre régulé de l'octroi du crédit accordé par les établissements bancaires, il est prévu qu'un porteur de projet ne peut pas emprunter plus d'un million d'euros par projet. En ce qui concerne les prêteurs, ils ne peuvent faire un prêt supérieur à 2 000 euros pour les prêts avec intérêt et à 5 000 euros pour les prêts sans intérêt¹². Cette limite s'entend par prêteur et par projet. Pour les prêts avec intérêt, le taux conventionnel applicable à ces crédits est de nature fixe et n'est pas usuraire¹³. Quant à la durée du prêt, le texte l'a limitée dans tous les cas de figure à sept ans¹⁴. Les plateformes électroniques permettent la mise en place d'opérations de prêt d'envergure limitée, mais qui portent une véritable originalité dans le sens où elles ne sont pas accompagnées par un mécanisme de garantie pour pallier les risques de défaillance des emprunteurs. On comprend que le dispositif a pour objectif de concilier la nécessité de protection des prêteurs qui prendront des risques relativement réduits et la souplesse d'un prêt sans garantie qui peut convenir à la réalisation de projets portés par des entreprises. La technologie permet finalement à ces dernières de bénéficier d'un nouveau mode de prêt hors secteur bancaire¹⁵. Les chiffres du financement participatif publiés pour 2017 démontrent d'ailleurs l'intérêt pour cette formule de prêt participatif qui a progressé de manière significative¹⁶.

B. L'organisation d'une offre de titres de sociétés par une plateforme électronique

Statut de la plateforme organisatrice de l'offre¹⁷ – Comme pour les plateformes de prêt, le législateur¹⁸ a dessiné un statut pour les plateformes organisant des offres de titres ; ces

¹¹ Vincent Perruchot-Triboulet, « L'encadrement juridique du prêt opéré par le biais d'une plateforme de financement participatif », Bulletin Joly Sociétés, déc. 2014, p. 756 et s. (*in dossier spécial précité* : « Un cadre juridique pour le financement participatif »).

¹² Article D. 548-1 du code monétaire et financier.

¹³ Il faut rappeler que les conditions d'un taux usuraire sont définies dans l'article L. 313-3 du code de la consommation.

¹⁴ Article D. 458-1 du code monétaire et financier.

¹⁵ V. Anne-Valérie Le Fur, « Les nouveaux services de crédit alternatif : la pratique du peer to peer lending ou l'uberisation du crédit », RDBF, mars 2017, n° 2, pp. 91-94.

¹⁶ Financement Participatif France et KPMG publient depuis 2016 un « Baromètre du crowdfunding en France ». Celui pour 2017 est paru (19 janv. 2018) : la progression totale des prêts (2017 par rapport de 2016) est de 102 %.

Consultation possible de ce baromètre sur plusieurs sites, voir par exemple :

<http://financeparticipative.org/barometres-crowdfunding/barometre-du-crowdfunding-2017>.

¹⁷ Thierry Granier, Le statut des plateformes de souscription de titres financiers, Bulletin Joly Sociétés, déc. 2014, pp.750-756 (*in dossier spécial précité* : « Un cadre juridique pour le financement participatif »).

¹⁸ Article L. 547-1 du Code monétaire et financier.

acteurs ont pris la dénomination de « conseils en investissements participatifs » (CIP). Ce sont des personnes morales qui exercent à titre de profession habituelle une activité de conseil en investissement mentionnée au 5 de l'article L. 321-1¹⁹ portant sur des offres de titres de capital et de titres de créance définies par décret (voir ci-dessous). L'activité exercée par les conseillers en investissements participatifs porte également sur les offres de minibons mentionnés à l'article L. 223-6 du code monétaire et financier (voir ci-dessous). L'activité du conseiller en investissements participatifs consiste en une sélection d'offres de titres financiers qui sont ensuite proposées à des investisseurs potentiels. Il assure le suivi de cette opération d'offre en veillant à une bonne information des intéressés. Dans cet objectif, il peut, par exemple, prendre en charge le suivi des bulletins de souscription relatifs aux offres qu'il gère selon des modalités déterminées par l'article 325-50 du règlement général de l'AMF. Par ailleurs, le CIP peut fournir aux entreprises des conseils en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et de questions connexes ; il peut également rendre des services en matière de fusions et de rachat d'entreprises²⁰. Quant à son organisation, il devra mettre en place un dispositif technique approprié à son activité et notamment veiller à détecter, éviter ou gérer les conflits d'intérêts²¹. De la même manière que les intermédiaires en financement participatif, l'accès à la profession de conseiller en investissements participatifs passe par une immatriculation obligatoire sur le registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance (ORIAS) déjà cité²².

Offre de titres financiers par la plateforme – En principe, lorsqu'une société offre ses titres au public²³, elle est tenue de publier et tenir à la disposition de toute personne intéressée un document destiné à l'information du public qui donne des renseignements sur l'opération projetée et sur l'émetteur²⁴. L'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif a ajouté une dérogation à cette exigence²⁵ en énonçant que ne constituait pas une offre au public, l'offre portant sur des titres financiers proposée par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement ou d'un conseiller en investissements participatifs au moyen d'un site internet. Ainsi, est défini un nouveau type d'offre de titres financiers par l'utilisation d'une plateforme électronique. Les textes encadrent toutefois l'opération qui n'est possible que sous certaines conditions. En préalable, sont seulement concernés les titres financiers, non admis sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, les titres de capital émis par les sociétés par actions et

¹⁹ Cette activité est définie plus précisément dans l'article D. 321-1 du code monétaire et financier : « *Constitue le service de conseil en investissement le fait de fournir des recommandations personnalisées à un tiers, soit à sa demande, soit à l'initiative de l'entreprise qui fournit le conseil, concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers ou sur une ou plusieurs unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement* ».

²⁰ C. mon. fin., art. L. 547-1 sur renvoi de C. mon. fin., art. L. 321-2.

²¹ C. mon., fin., art. L. 547-8.

²² Les conditions pour être immatriculé sont posées par l'article L. 547-3 du Code monétaire et financier.

²³ La définition de l'offre de titres au public est posée par l'article L. 411-1 du code monétaire et financier.

²⁴ Cette obligation étant déterminée par l'article L. 412-1 du code monétaire et financier.

²⁵ L'ordonnance a modifié l'article L. 411-2 du code monétaire et financier qui énumère un certain nombre d'opérations qui ne sont pas considérées comme des offres de titres au public.

des titres de créance²⁶. L'offre ne peut porter que sur les titres suivants : les actions auxquelles est attaché un droit de vote au moins proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent (sous réserve des dispositions de l'article L. 225-123 du code de commerce qui donne la possibilité dans certaines conditions d'accorder un droit de vote double) ; les titres participatifs (mentionnés à l'article L. 213-32 du code monétaire et financier) ; les obligations à taux fixe et d'obligations convertibles en actions²⁷. De plus, ces offres sont d'un volume limité, puisqu'elles ne peuvent être supérieures à 2,5 millions d'euros, ce montant étant calculé sur une période de douze mois. Bien que le droit des offres publiques de titres ne soit pas applicable, il est prévu que les conseillers en investissements participatifs installent une plateforme qui réserve l'accès aux détails des offres aux seuls investisseurs potentiels qui auront fourni leurs coordonnées et pris connaissance des risques, qu'ils auront expressément acceptés. Ces investisseurs ne pourront souscrire aux offres qu'après avoir fourni les renseignements exigés par les textes (notamment en ce qui concerne l'obligation pour la plateforme de s'informer sur les investisseurs²⁸).

Offre de minibons par la plateforme – Certaines plateformes de financement participatif, avant la réforme de l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014, avaient opté pour l'émission de bons de caisse. En l'absence de cadre juridique déterminé, le mécanisme du financement participatif posait des difficultés²⁹ au regard du le droit du crédit³⁰ et du droit de l'offre de titres au public³¹. Les bons de caisse, qui peuvent être définis sommairement comme des titres portant des reconnaissances dettes, permettaient en effet d'éviter une atteinte aussi bien à la législation du prêt³² qu'à la législation relative à l'offre de titres au public³³. Cette option qui aurait pu être discutée car elle conduisait à un évitement de la loi est devenue encore plus instable avec l'instauration d'un cadre juridique dédié au financement participatif par l'ordonnance du 30 mai 2014. Afin de sécuriser la situation des émetteurs de bons de caisse dans le cadre d'une opération de financement participatif, une nouvelle ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016 est intervenue. Ce texte a modernisé le régime de ce type de titres et créé une sous-catégorie dérogatoire : les « minibons ». Dans la définition renouvelée des bons de caisse, ils sont présentés comme des titres nominatifs et non négociables comportant engagement par un commerçant de payer à échéance déterminée, délivrés en contrepartie

²⁶ Article L. 411-2 du code monétaire et financier.

²⁷ Article D. 547-1 du code monétaire et financier.

²⁸ Obligation imposée par l'article L. 547-9 (6°) du code monétaire et financier, voir A.

²⁹ Thierry Granier, Nadège Chapier-Granier, Le financement participatif (crowdfunding) révélateur des limites actuelles du système bancaire et financier, Mélanges en l'honneur du Professeur Paul Le Cannu - Le droit des affaires à la confluence de la théorie et de la pratique, LGDJ - Dalloz - Thomson Transactive, 2014, spéc. pp. 479-487.

³⁰ Voir l'article L. 511-1 du code monétaire et financier (précité) interdisant d'effectuer des opérations de crédit pour les acteurs autres que les établissements de crédit et les sociétés de financement.

³¹ Article L. 411-1 du code monétaire et financier (précité) obligation d'information pour les offres de titres au public.

³² Il s'agit d'un titre et non d'un prêt.

³³ Les bons de caisses ne sont pas des titres financiers au sens de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, or le droit des offres de titres au public ne s'applique qu'aux titres financiers.

d'un prêt³⁴. Ils sont émis par des établissements de crédit ou des entreprises commerciales ayant établi le bilan de leur troisième exercice et ne peuvent être souscrits que directement auprès de ces acteurs³⁵. L'article L. 233-6 du code monétaire et financier instaure une dérogation à ce principe en indiquant que « *les bons de caisse peuvent faire l'objet d'une offre par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement ou d'un conseiller en investissements participatifs au moyen d'un site internet remplissant les caractéristiques fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Ils prennent alors la dénomination de minibons* ». En d'autres termes, les entreprises vont pouvoir émettre un titre spécifique si elles présentent leur demande de financement sur une plateforme électronique, ce titre n'appartient pas à la catégorie juridique des titres financiers³⁶. L'innovation ne s'arrête pas à ce stade car les textes ont, de plus, prévu un mode de circulation pour ces titres qui utilise une technologie émergente connue sous le nom de « blockchain ».

II. L'innovation en matière de circulation des titres de financement des entreprises non cotées : l'introduction officielle de la *blockchain* en droit positif français

Technologie blockchain – Il convient au préalable de faire un rappel sommaire de la technologie blockchain, non pour envisager la question de manière complète³⁷, mais pour avoir une idée de son rôle principalement en ce qui concerne le financement des entreprises par émissions de titres. Le terme « Blockchain » peut être traduit par chaîne de blocs de codes informatiques. Chaque bloc contient des attributs relatifs à une ou plusieurs transactions (expéditeur, destinataire, montant...). Il contient également des informations liées au bloc prédécesseur sur la Blockchain, et il est encrypté, c'est-à-dire qu'il est sécurisé à l'aide de procédés cryptographiques (algorithmes informatiques). Lorsque des transactions récentes sont enregistrées, elles sont regroupées en bloc, et chaque transaction sera validée par les « mineurs », qui vont analyser la chaîne de blocs entière. Ces « mineurs » sont rémunérés pour faire ce travail de validation. Il convient d'ajouter qu'il existe plusieurs types de blockchain : certains sont dit « ouverts » parce qu'accessibles à tous, d'autres sont dits fermés car ils sont accessibles simplement à une communauté déterminée. Formulé autrement, la blockchain est un système électronique qui apparaît comme une base de données décentralisée et, en principe, infalsifiable³⁸ permettant d'exécuter des logiciels sans avoir recours à un serveur central. On lui attribue généralement trois fonctions qui peuvent être mises en œuvre simultanément ou non : une fonction de registre des transactions et une fonction

³⁴ Article L. 223-1 du code monétaire et financier.

³⁵ Article L. 223-2 du code monétaire et financier.

³⁶ Définie par l'article L. 211-1 du code monétaire et financier.

³⁷ L'utilisation de la technologie blockchain a donné lieu à plusieurs travaux, voir par exemple : M. Mekki, Les mystères de la blockchain, D. 2017, p. 2160 ; X. Delpech, La délicate appréhension de la Blockchain par le droit, AJ contrat d'affaires- concurrence- distribution, n° 6, 2017, p. 244 ; F. Creux-Thomas, La blockchain va bouleverser le monde du droit, JCP G 2017, 1026-1027.

³⁸ Il faut vraiment être prudent sur une affirmation péremptoire. Des faiblesses sont évoquées à l'égard de certaines blockchains et ont déjà été révélées alors que nous sommes dans une période d'apprentissage de cette technologie. De même, leur piratage est clairement un risque.

d'instructions automatisée³⁹. Dans ce dernier cas, le mécanisme permet d'édicter automatiquement un contrat adapté à la transaction passée par un des acteurs du système, on parle de : « *smart contract* »⁴⁰. La troisième fonction envisageable est le paiement. On comprend que cette technologie peut donc être mise en œuvre dans plusieurs secteurs, c'est ainsi que les banques, les assurances s'y intéressent par exemple. En l'occurrence, elle a été utilisée pour le traitement des titres servant au financement des sociétés.

Blockchain et minibons – La création et la définition des minibons a été présentée ci-dessus. Ils n'entrent pas dans la catégorie juridique des titres financiers établie par l'article L. 211-1 du code monétaire et financier et ne peuvent être émis que par des sociétés demandant du financement sur une plateforme électronique de financement participatif. Pour la circulation de ces titres originaux, le législateur a prévu deux solutions. En premier lieu, leur transfert pourra intervenir selon les modalités prévues pour les bons de caisse. Ainsi, après avoir inscrit les bons au nom du propriétaire dans un registre tenu par l'émetteur⁴¹, la cession s'effectuera selon les modalités du droit commun⁴², c'est-à-dire en application des articles 1321 à 1326 du code civil qui permettent d'assurer une circulation simplifiée des créances⁴³. En second lieu, le texte envisage une autre modalité. En effet, l'article L. 223-12 du code monétaire et financier, tel qu'il résulte de l'ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016, énonce : « *Sans préjudice des dispositions de l'article L. 223-4, 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'Etat.* ». Autrement dit, la cession peut passer par l'utilisation d'un « *dispositif d'enregistrement électronique partagé* », cette expression désignant le procédé connu sous le nom de « *blockchain* ». Même si le décret d'application n'est pas encore sorti, il est possible de constater que l'inscription dans le dispositif va permettre, tout d'abord, un enregistrement de l'opération de cession et il en résultera un transfert de propriété du titre⁴⁴. Si on ajoute la fonction « instruction » (*smart contract*)⁴⁵, peut s'imaginer ensuite l'accomplissement automatisé des modalités de la cession des minibons dans le dispositif. Enfin, si la fonction de paiement du système est mise en œuvre, un véritable marché

³⁹ H. De Vauplane, Le financement des entreprises par la blockchain : le cas des minibons, RTDF, n° 2, 2016, p. 64.

⁴⁰ Les *smarts contract* sont des programmes autonomes qui exécutent automatiquement les conditions et termes d'un contrat, sans nécessiter d'intervention humaine une fois démarrés ; Th. Verbiest, Quelle valeur juridique pour les smart contracts, Rev. Lamy Droit des affaires, sept. 2017, n° 129, p. 35.

⁴¹ Article L. 223-4 du code monétaire et financier, l'émetteur remet au propriétaire un certificat d'inscription dans le registre.

⁴² Article L. 223-5 du code monétaire et financier.

⁴³ Concrètement, la cession est réalisée par écrit ; elle emporte, en principe, transfert de la propriété à la date de l'acte, lequel est opposable aux tiers à cette même date.

⁴⁴ Article L. 223-13 du code monétaire et financier.

⁴⁵ Le système peut générer des contrats correspondant à l'acquisition des titres et à leur cession qui seront intégrés dans la chaîne de blocs mise en place.

secondaire des minibons peut se mettre en place, ce qui ouvre des perspectives innovantes pour le financement des sociétés dans ce cadre⁴⁶.

Blockchain et titres financiers – Cette première introduction en droit positif français de la technologie blockchain pour les minibons a été complétée par l'ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers⁴⁷. La situation est ici différente de celles des minibons qui n'avaient pas un régime pré-établi car ils viennent d'être créés. En ce qui concerne la circulation des titres, il convient de rappeler que depuis 1981, date du texte précité instaurant la dématérialisation des valeurs mobilières, les titres financiers⁴⁸ sont inscrits dans un compte-titres au nom de l'émetteur, ce compte pouvant être tenu par l'émetteur lui-même ou un intermédiaire habilité⁴⁹. Cette inscription en compte va permettre la négociation des titres. Concrètement, ils seront transmis par virement du compte du cédant vers le compte de l'acquéreur⁵⁰ et le transfert de propriété des titres résulte de leur inscription au compte-titres de ce dernier⁵¹. La réforme intervenue a donc complété le régime existant. Elle a d'abord modifié l'article L. 211-3 du code monétaire et financier en indiquant que les titres pouvaient également être inscrits dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé. Il est précisé, cependant, que cette possibilité n'est envisageable que pour les titres financiers qui ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central⁵². Ainsi, à partir du 1^{er} juillet 2018⁵³, pour les titres financiers, non admis sur un marché, émis par les sociétés par actions, l'inscription des titres dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé est équivalente à une inscription en compte et produit les mêmes effets, notamment en termes de preuve de la propriété puisque l'inscription des titres dans le dispositif tient lieu d'inscription en compte et en ce qui concerne leur transmission⁵⁴. En résumé, les minibons et les titres financiers vont pouvoir être traités et circuler au moyen de ces dispositifs d'enregistrement électronique partagé dans un cadre juridique défini, il s'agit d'un moyen supplémentaire pour les sociétés pour organiser leur financement. La technologie blockchain ouvre également des perspectives en matière de levée de fonds.

⁴⁶ Sur l'ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016 : Emilie Rogey, Minibons : un nouvel instrument de financement participatif sous la supervision de l'Autorité des marchés financiers, BJB, juill. 2016, pp. 301-313 ; Hubert de Vauplane, La modernisation du régime français de financement alternatif, Revue Banque, n°802, déc. 2016, pp. 72-74 ; Thierry Granier, Didier Poracchia, La réforme des bons de caisse, une ouverture maîtrisée vers les fintech ?, Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, 2016, p. 549

⁴⁷ R. Vabre, Ordonnance numéro 2017-1674 du 8 décembre 2017 : la généralisation progressive de la blockchain en droit financier, n° 2018, p. 1.

⁴⁸ qui sont des instruments financiers au sens de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier.

⁴⁹ Article L. 211-3 du code monétaire et financier.

⁵⁰ Article L. 211-15 du code monétaire et financier.

⁵¹ Article L. 211-17 du code monétaire et financier.

⁵² Article L. 211-7 du code monétaire et financier modifié par l'ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017

⁵³ Date butoir pour la sortie du décret d'application.

⁵⁴ Article L. 211-15 du code monétaire et financier.

III. Les levées de fonds effectuées à travers une technologie de registre distribué : Les *Initial Coin Offerings* (ICOs).

Définition des ICOs – La technologie blockchain est utilisable pour la transmission de titres et elle est en train d’entrer dans le droit positif français pour tenir ce rôle. Cependant, ces caractéristiques font qu’elle est mise en œuvre dans d’autres opérations. Les crypto monnaies (Bitcoin, Ethereum...), par exemple, qui sont des « monnaies numériques » reposant sur un réseau informatique décentralisé utilisent cette technologie pour l’émission et le règlement des transactions. Certains acteurs ont également imaginé de lever des fonds en ayant recours à la blockchain. Il faut rappeler qu’une société pour se financer en offrant ses titres au public doit remplir des conditions déterminées par les textes. En effet, il convient pour les émetteurs d’établir un document d’information concernant la société et l’opération, ce document doit être visé par l’Autorité des marchés financiers, ces formalités peuvent se révéler longue et coûteuses⁵⁵. Il a été signalé que le mécanisme du financement participatif permettait ne pas entrer dans ce cadre pour les entreprises d’envergure limitée. Des sociétés ont trouvé le moyen d s’affranchir de cette réglementation par le système des « initial coin offerings »⁵⁶. Ce mécanisme désigné par le sigle ICOs est défini par l’Autorité des marchés financiers comme « *des émissions de jetons (ou « tokens ») en vue de lever des fonds par offre au public. Elles sont appelées ainsi en raison de leurs similitudes avec les introductions en bourse classiques, appelées en anglais Initial Public Offerings (« IPOs »), lesquelles consistent à émettre des titres de capital pour lever des fonds par offre au public. Pour autant, les ICOs sont des opérations de nature spécifique qui diffèrent des IPOs en ce qui concerne notamment la nature des droits acquis par les investisseurs, les jetons n’ayant pas a priori de caractéristiques analogues à celles des titres de capital* »⁵⁷. On comprend qu’il s’agit d’un mode de financement qui est fondé non pas sur des textes⁵⁸, mais sur la technologie.

Déroulement des ICOs – Pour l’instant, les ICOs n’ont pas de cadre juridique approprié et c’est la pratique qui a établi le déroulement de l’opération. D’une manière générale, la première phase est l’annonce de l’événement pour susciter l’intérêt des investisseurs qui constituent une communauté s’ils décident d’entrer dans le projet. Dans la phase deux, différents points sont décidés : le projet est précisé ; un ensemble d’informations est fourni ; la société est créée, les objectifs sont fixés, les actifs en question sont déterminés et les droits des investisseurs sont fixés. Puis une phase trois intervient qui se traduit par l’émission de jetons (appelés « token ») achetés par les investisseurs. Ces jetons confèrent des droits pour leurs acquéreurs, il faut observer que ces droits ne sont pas assimilables à ceux conférés par les

⁵⁵ Voir les articles L. 411-1 et L. 412-2 du code monétaire et financier (précité) et le règlement général de l’AMF

⁵⁶ D. Guégan, La nouvelle façon de lever des fonds sans contrainte ? Revue Banque, 2018, n° 817, p. 60.

⁵⁷ Consultation publique de l’AMF sur les Initial Coin Offerings (ICOs), Publié le 26 octobre 2017, voir le site de l’AMF : (<http://www.amf-france.org>), la synthèse des réponses ayant été faite. Cette dernière est également disponible sur le site de l’autorité (communiqué de presse du 22 février 2018 : <http://www.amf-france.org/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2018>).

⁵⁸ Les émissions dans le public classiques se font par un processus établi par des textes.

titres financiers, même s'ils organisent logiquement des avantages pour les investisseurs. Ces jetons, dont la nature juridique n'est pas encore définie⁵⁹, peuvent le cas échéant être échangés sur la plateforme. En d'autres termes, d'autres investisseurs peuvent les acquérir. Un tel déroulement rappelle celui d'une levée de fonds traditionnelle par émission de valeurs mobilières qui comporte une étape d'information des investisseurs, une étape d'émission de titres et une étape d'échange des titres. La différence fondamentale est que les ICOs ne sont pas encadrées par textes et ne font pas encore l'objet d'une régulation, l'ensemble des opérations se déroule sur une plateforme électronique qui est tenue par les utilisateurs, la levée de fonds peut intervenir beaucoup plus rapidement que sur un marché financier par exemple, il y a en effet moins d'opérateurs et des infrastructures plus légères. Il suffit que différents acteurs s'entendent sur le processus, étant entendu que ces acteurs peuvent appartenir à différentes nationalités sans que cela ne constitue un obstacle.

Régulation des ICOs – Plusieurs levées de fonds par le mécanisme des ICOs ont été mises en place⁶⁰ ; comme précisé précédemment, elles résultent de pratiques et ne sont pas soumises à des règles particulières. Cependant, le bref rappel du déroulement de ce type de levée de fonds montre que plusieurs interrogations de nature juridique peuvent être soulevées. Par exemple, une information est certes diffusée à destination des investisseurs, mais la fiabilité de cette dernière n'est pas normée, ni contrôlée. Elle peut être incomplète ou inexacte et dépendra de la compétence dans ce domaine du porteur de projet. De même, il a été souligné que la nature juridique des jetons (ou token) n'était pas déterminée, ce qui pose naturellement du régime juridique applicable. Par ailleurs, le risque traditionnel en matière de levée de fonds qui consiste à ne pas utiliser le montant des sommes collectées pour la réalisation du projet reste élevé, les émetteurs pouvant utiliser ces sommes à des fins personnelles, ce qui revient à une escroquerie. Dans le même ordre d'idée, l'utilisation de la technologie blockchain dans la mise en œuvre des ICOs peut donner lieu à des pratiques de blanchiment d'argent et cela a déjà été constaté⁶¹. L'ensemble de ces incertitudes et risques a conduit les régulateurs de différents pays à s'intéresser au mécanisme des ICOs. En effet, l'absence de cadre juridique dédié ne signifie pas forcément que les règles de droit ne sont pas applicables, mais il y aurait des solutions diversifiées en fonction des problèmes liés à des offres ayant été effectuées avec des modalités très différentes. La question qui se pose est de savoir s'il faut déterminer un cadre légal particulier ou si ces opérations peuvent entrer dans le cadre légal existant. Pour tenter de répondre à ces hésitations, l'Autorité des marchés

⁵⁹ Th. Bonneau, « Token » titres financiers ou biens divers ? Rev. Droit bancaire et financier, 2018, n° 1, p. 1.

⁶⁰ Consultation publique de l'AMF sur les *Initial Coin Offerings* (ICOs), Publié le 26 octobre 2017, précité, et synthèse des réponses, voir sur le site de l'AMF la référence précitée : communiqué de presse du 22 février 2018 : <http://www.amf-france.org/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2018>

⁶¹ Etude TRACFIN : « Tendances et analyse des risques de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme en 2016 », https://www.economie.gouv.fr/files/rapport-analyse-tracfin-2016_0.pdf.

financiers a lancé une consultation publique portant sur les ICOs, une base de réflexion à la nature de l'encadrement qui sera produit⁶².

Ces éléments qui viennent d'être synthétisés ne permettent pas de faire une conclusion exhaustive sur l'utilisation du numérique pour le financement de l'entreprise, car le phénomène Fintech est très large. Il englobe le financement des entreprises, mais aussi sur la diversification des services et des pratiques dans le domaine bancaire et financier, l'ensemble de ces données interagissant entre elles⁶³. Il est possible de constater cependant que la décentralisation de la technologie a permis aux techniques de financement de se diversifier, avec une utilisation progressive, mais réactive, encadrée par le droit positif français, étant entendu que cette utilisation a une dimension internationale⁶⁴. En effet, les plateformes de financement participatif et le traitement des titres financiers par la technologie blockchain bénéficient déjà d'un cadre juridique en France, les levées de fonds par ICOs vont être prochainement régulées. Ainsi, à très court terme, des instruments technologiques vont être à la disposition de manière sécurisée non seulement des grandes entreprises, mais aussi des entités d'une envergure limitée qui s'en saisissent concrètement⁶⁵, ce qui est une évolution fondamentale, les institutions financières en prenant acte et faisant des fintech un axe de leur stratégie de développement⁶⁶.

⁶² Consultation publique de l'AMF sur les *Initial Coin Offerings* (ICOs), Publié le 26 octobre 2017, précité, et synthèse des réponses, voir sur le site de l'AMF la référence précitée : communiqué de presse du 22 février 2018 : <http://www.amf-france.org/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2018>

⁶³ Un ouvrage faisait un premier point en 2016 : Régis Bouyala, *La révolution FinTech*, RB éditions, mars 2016, 128 pages.

⁶⁴ Ces évolutions affectent en effet l'ensemble des pays, sachant que le numérique permet une part de déterritorialisation. L'Union européenne, face aux réactions nationales diversifiées, à l'affection du marché unique et aux potentialités de ces innovations, entend investir ce domaine. Se reporter par exemple au communiqué de la Commission européenne du 8 mars 2018 (IP/18/1403) : « FinTech: la Commission prend des mesures pour rendre le marché financier plus compétitif et plus innovant » (disponible au lien direct http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-1403_fr.htm).

⁶⁵ Par exemple : le baromètre « Financement Participatif France – KPMG », précédemment évoqué, a identifié pour l'année 2017 l'arrivée des prêts en minibons.

⁶⁶ C'est une donnée illustrée quotidiennement par la presse économique. Voir, par exemple : <https://home.kpmg.com/fr/fr/home/media/press-releases/2018/02/institutions-financieres-fintech-kpmg.html>.