

# CHRONIQUE

## DROIT FINANCIER ET BOURSIER



**JEAN-JACQUES DAIGRE**  
Professeur émérite  
Université Paris I



**JÉRÔME CHACORNAC**  
Maître  
de conférences  
Université Paris 2



**ANNE-CLAIRE ROUAUD**  
Professeur  
Université de Reims



**FRIDA MEKOUÏ**  
Juriste financier à la DAJ  
Société Générale  
Chargée d'enseignement  
Université Paris XI

### ■ GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

#### Publication du Rapport 2017 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et mise à jour de sa doctrine

Autorité des marchés financiers, Rapport 2017 sur le gouvernement d'entreprise, la rémunération des dirigeants, le contrôle interne et la gestion des risques, 22 nov. 2017  
Recommandation AMF, Gouvernement d'entreprise et rémunération des dirigeants des sociétés se référant au code AFEP-MEDEF – Présentation consolidée des recommandations contenues dans les rapports annuels de l'AMF, DOC-2012-02.

Commentaire de Jérôme Chacornac

Cette publication, dont c'est désormais la quatorzième édition, ne fera l'objet que d'un signalement, tant elle est désormais attendue. Comme chaque automne, l'actualité est riche d'un certain nombre d'états des lieux, du côté des émetteurs depuis quelques années, avec l'édition d'un rapport annuel établi par le Haut Comité de gouvernement d'entreprise depuis 2014<sup>1</sup>, dont la dernière mouture marquée par la mise en œuvre effective du « name and shame » remonte au 12 octobre

1. Sur le tout premier rapport, les très justes craintes formulées à l'époque par M. Michineau, « Publication du premier rapport annuel du Haut Comité de Gouvernement d'entreprise – Les vicissitudes de la soft law, liées à son éparpillement », *Lettre creda-sociétés*, n° 2014-27.

dernier<sup>2</sup>, et du côté du régulateur, avec la publication le 22 novembre dernier de son rapport 2017 sur le gouvernement d'entreprise<sup>3</sup>.

Ce rapport n'est pas tant intéressant en lui-même que par le point d'étape qu'il constitue au terme d'une année qui a marqué un tournant substantiel dans l'approche des questions de gouvernance, par le biais d'interventions législatives multiples dont il fait état (pp. 10-13), de la loi dite « Sapin 2 », à l'origine de l'introduction d'un *say on pay* contraignant<sup>4</sup>, à l'ordonnance n° 2017-1180 du 19 juillet 2017 relative à la publication d'informations non financières par certaines grandes entreprises et certains groupes d'entreprises<sup>5</sup>, en passant par les différents textes de simplification concernant les obligations d'information<sup>6</sup> et le dépôt des documents sociaux<sup>7</sup> et jusqu'à, *last but not least*, la reconnaissance du devoir de vigilance<sup>8</sup>.

2. *Rev. soc.* 2018, p. 72, obs. B. François.

3. *Rev. soc.* 2018, p. 69, obs. B. François.

4. Art. 161 de la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.

5. Transposant la directive 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes, sur laquelle C. Malecki, « Transposition de la directive RSE : un nouveau cadre de publications extra-financières pour les grandes entreprises », *Bull. Joly sociétés*, oct. 2017, p. 632.

6. Ordonnance n° 2017-1162 du 12 juillet 2017 portant diverses mesures de simplification et de clarification des obligations d'information à la charge des sociétés.

7. Ordonnance n° 2017-1142 du 7 juillet 2017 portant simplification des obligations de dépôt des documents sociaux pour les sociétés établissant un document de référence.

8. Loi n° 2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre.

L'ampleur de l'ouvrage, indépendamment de ses imperfections, conduit à laisser aux seconds plans les satisfécit nombreux – et parfois à nuancer, concernant entre autres la représentation des sexes dans les conseils d'administration<sup>9</sup> – dans le sens d'une amélioration continue des pratiques des émetteurs en matière de gouvernement d'entreprise et dans l'application du principe se conformer ou expliquer, tout comme le dynamisme de la doctrine de la gouvernance, provenant du régulateur que du HCGE (pp. 13-15). Plus que jamais tourné vers l'étranger et l'Union européenne (pp. 15-22), le rapport conduit, comme chaque année, à une évolution de la doctrine codifiée du régulateur figurant dans sa recommandation 2012-02. Renvoyons à sa lecture pour signaler simplement le renouvellement ou la disparition de certaines recommandations et pistes de réflexions au gré de l'actualité. Une piste consacrée à la gestion des conflits d'intérêts figure désormais dans la recommandation (p. 9) tendant à exclure non seulement du vote l'administrateur en situation de conflit d'intérêts potentiel mais encore de toute discussion en lien avec ce vote, en substitution de celle de celle dédiée, dans la

version antérieure de la recommandation, à la diversité de la composition des conseils. La recommandation concernant les indemnités de départ se trouve supprimée, concomitamment à l'introduction d'une recommandation sur le *say on pay* (p. 12) tendant à assurer la bonne information des actionnaires par la rédaction de « résolutions distinctes pour chaque catégorie de dirigeant » soumis à des critères de détermination, de répartition et d'attribution des éléments de rémunération eux-mêmes distincts : ici paraît le piège dans lequel est tombé le législateur. La sur-réaction à l'absence de toute décision des actionnaires en la matière a conduit à démultiplier l'information permettant le vote et soulève, dès l'origine de graves problèmes de lisibilité. Mais, du point de vue de la doctrine de l'AMF, l'évolution du cadre légal a conduit à une substantielle cure d'amaigrissement : les pistes de réflexions relatives aux rémunérations des dirigeants mandataires sociaux étant désormais réduites à deux pour ne plus porter que sur le cumul du contrat de travail et du mandat social dans les filiales cotées et sur les systèmes de retraite (p. 12). Il n'y a plus matière à doctrine de droit souple, dans les domaines durcis. ■

9. Rev. soc. 2017, p. 606, obs. B. François.

## Mise à jour de la Recommandation AMF n° 2012-05 – Les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, 24 octobre 2017.

L'AMF met à jour sa doctrine en matière d'assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées.

Commentaire de Jérôme Chacornac

Si le dialogue entre actionnaires et dirigeants est l'objet de grandes attentions d'une manière générale, ainsi qu'en témoigne un récent rapport d'initiative privée élaboré par un groupe présidé par M. Bertrand Fages<sup>1</sup>, le cadre premier d'expression politique des actionnaires reste l'assemblée générale sur laquelle l'AMF vient de mettre à jour sa doctrine pour la seconde fois<sup>2</sup>. Cette mise à jour augmente de façon conséquente le nombre des propositions à mettre en œuvre selon leur destinataire par les sociétés cotées ou les pouvoirs publics et certains organismes professionnels ou associations (p. 1), essentiellement sur la base du rapport élaboré la Commission consultative « Épargnants » de l'AMF sous l'intitulé « Pour un vote transparent et effectif en assemblée générale à l'ère du numérique »<sup>3</sup>.

La nouvelle version de la recommandation comporte ainsi 38 propositions dont 9 issues du rapport susmen-

tionné, certaines recommandations antérieures ayant été, comme lors de la précédente mise à jour, supprimées pour tenir compte des évolutions législatives ou réglementaires déjà réalisées.

Toujours conçue en quatre parties – dialogue permanent entre émetteurs et actionnaires ; expression du vote en assemblée générale ; bureau de l'assemblée générale ; vote des conventions réglementées –, la recommandation est inégalement affectée par les évolutions. Ainsi, au-delà de leur présentation, la première partie consacrée au dialogue entre émetteurs et actionnaires fait non seulement l'objet de changements de rédaction de détail dans le sens d'une progressivité de l'effort déjà entamé, mais aussi de l'ajout de certaines propositions nouvelles. Sans qu'en soit modifiée la teneur, l'ancienne proposition numéro 4, figurant désormais au numéro 5, fait l'objet d'une nouvelle précision, numérotée D, selon laquelle dans l'optique de faciliter l'accessibilité des projets de résolutions, ceux-ci doivent être séparés en projets distincts lorsqu'ils traitent de plusieurs questions significatives et distinctes, susceptibles de donner lieu à des votes distincts. À n'en pas douter, l'introduction d'un vote obligatoire sur la politique de rémunération d'un côté, et sur les rémunérations perçues individuellement par les différents dirigeants de l'autre, est passée par là.

Nouvelles, en revanche, sont les propositions désormais numérotées 7, 9 et 10. La première tend à faciliter l'inscription de points à l'ordre du jour ou projets de résolution à l'initiative des actionnaires, en inscrivant un exposé des motifs que l'émetteur sera tenu de mettre en ligne et en reconnaissant à l'actionnaire auteur du projet de le présenter brièvement en assemblée ; la

1. Commission Dialogue Administrateurs-actionnaires – Rapport du Club des juristes, déc. 2017.

2. Élaborée sur la base des propositions élaborées par le groupe de travail mise en place par l'AMF présidé par Olivier Poupart-Lafarge dans le Rapport final sur les assemblées générales d'actionnaires des sociétés cotées, la recommandation initiale, adoptée 2 juillet 2012, avait été mise à jour une première fois le 11 février 2015.

3. Rapport publié le 29 mars 2017 consultable en ligne sur le site de l'AMF.

deuxième proposition nouvelle, sous le numéro 9, vise à améliorer l'exercice du droit à l'information individuelle des actionnaires par la mise à leur disposition d'un formulaire-type accessible en ligne de demande de documents relatifs à l'assemblée générale (convocation, rapports, projets de résolutions). La proposition 10 s'apparente davantage à un rappel à la loi ou, plus précisément, au règlement, invitant les émetteurs à assurer l'effectivité du droit reconnu aux actionnaires par les articles R. 225-90 et R. 225-92 du Code de commerce de prendre copie de la liste des actionnaires et de la feuille de présence aux assemblées générales.

La deuxième partie relative à l'expression du vote en assemblée générale est riche de deux propositions nouvelles, sous les numéros 18 et 19, la première qui s'apparente véritablement à une clause de style, imposant d'apporter une réponse à l'ensemble des questions orales posées par les actionnaires sauf redondance ou abus caractérisé – ce qui est là laissé évidemment une grande latitude au bureau –, des questions dont les auteurs doivent être déterminés, poursuit la recommandation, dans le respect d'une obligation d'impartialité. La rédaction est malheureuse quoique l'idée soit de compréhension intuitive : l'assemblée est le cadre privilégié de réalisation de la démocratie actionnariale et doit permettre l'expression de sensibilités différentes. Mais est-ce vraiment de partialité dont il faut suspecter le bureau et le secrétaire général ? Il manque à cette directive un critère adapté, qui pourrait être le choix de la représentativité des actionnaires, une représentativité entendue dans un sens non capitalistique, correspondant à la multiplicité des publics d'investisseurs. On comprend cependant le choix de privilégier un concept procédural et impersonnel dans le souci, comme toujours avec le droit souple, d'éviter de donner prise à la contrainte. La recommandation 19 vient imposer la mise en ligne d'une l'information relative aux assemblées générales qui doit être laissée librement accessible sur le site de l'émetteur pendant au moins trois ans, information qui couvre mais s'étend encore au-delà de celle exigée préalablement à la tenue de l'assemblée par l'article R. 225-73-1 du Code de commerce pour comprendre entre autres le résultat des votes de chaque résolution proposée ou encore les captations vidéo ou audio de tout ou partie de l'assemblée générale.

Si la troisième partie ne connaît pas de modification, un certain nombre de ses propositions restant en vérité en attente d'une intervention législative – relative, entre autres, à l'interdiction de toute participation au vote du membre du bureau sur une question le concernant –, la quatrième partie, relative au vote des conventions réglementées se trouve enrichie d'une précision d'importance à la proposition n° 26, concernant la notion de « *personne indirectement intéressée* » au sens de l'article L. 225-38, alinéa 2 du Code de commerce. Se trouve toujours reprise dans la recommandation une définition reprise de la formulation suggérée par la Chambre de commerce et d'industrie de Paris Ile-de-France dans sa

contribution de septembre 2011 intitulée « Renforcer l'efficacité de la procédure des conventions réglementées », dont on sait l'influence qu'elle eût concernant la refonte du dispositif en la matière réalisée par l'ordonnance n° 2014-863 relative au droit des sociétés. Inchangée, la définition de personne indirectement intéressée<sup>44</sup> se trouve explicitée dans les termes suivants : « *Ainsi, une société actionnaire contrôlée par l'actionnaire ultimement bénéficiaire de la convention ne devrait pas peser sur le vote de ladite convention de même que l'actionnaire contrôlant la société bénéficiaire de la convention. Enfin, des actionnaires agissant de concert, notamment lorsque le concert prévoit une politique de vote commune, ne devraient pas peser sur le vote d'une convention contractée avec l'un des co-concertistes.* » Sans doute l'interprétation proposée est-elle louable dans sa finalité mais si l'hypothèse d'inclusion dans le périmètre de la notion des filiales apparaît peu contestable, celle des co-concertistes paraît exagérément extensive. Ériger la politique commune, instrument de convergence d'intérêts à l'intérieur de la société, en indice d'une assimilation d'intérêts, extérieurs et contraires à celle-ci, seuls en cause pour ce qui a trait aux risques d'atteintes au patrimoine social résultant des situations de conflits d'intérêts que tendent à prévenir les règles relatives aux conventions réglementées, mélange sans doute deux réalités. Si l'on n'est jamais trop prudent, le règne du soupçon doit avoir ses limites. La convergence d'intérêts entre concertistes n'entraîne pas, en tant que telle, conflit d'intérêts avec la personne morale. Notion politique, l'action de concert ne saurait être assimilée par principe à une entreprise concertée de dissipation de l'actif social. Dans l'écrasante majorité des cas, l'intérêt bien compris des concertistes reposera non tant sur une telle stratégie, aux confins d'une fraude organisée que semble présumer le régulateur, que, précisément, sur la détermination en commun d'une politique permettant le développement de la société. ■

44. « Est considérée comme étant indirectement intéressée à une convention à laquelle elle n'est pas partie, la personne qui, en raison des liens qu'elle entretient avec les parties et des pouvoirs qu'elle possède pour infléchir leur conduite, en tire ou est susceptible d'en tirer un avantage. »

## L'AMF et l'ACPR alertent les épargnants sur les risques liés à l'achat de bitcoins.

Communiqué commun de l'AMF et de l'ACPR, 4 décembre 2017, « Achat de Bitcoins : l'AMF et l'ACPR mettent en garde les épargnants ».

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud

Quelle protection des épargnants et des investisseurs contre les risques liés aux « crypto-actifs », et notamment aux bitcoins<sup>1</sup> ? Alors que la France et l'Allemagne ont fait part de leur intention de présenter des propositions communes lors du G20 Finances qui se tiendra au mois de mars 2018 et que le ministre de l'Économie a annoncé le 15 janvier 2018 la création d'une mission sur les cryptomonnaies<sup>2</sup>, plusieurs documents récents émanant des autorités de régulation françaises et européennes illustrent deux aspects des problématiques soulevées par l'engouement pour les cryptomonnaies et autres *tokens* : d'un côté, la volonté de promouvoir l'innovation technologique et financière et le développement de modes de financement innovants au profit des entreprises ; de l'autre, la nécessité de protéger les épargnants en les mettant en garde contre les risques liés aux investissements réalisés dans des actifs hautement spéculatifs.

Par un communiqué commun du 4 décembre 2017, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF)<sup>3</sup>, mettent en garde les épargnants contre les risques liés à un investissement en bitcoins, dont elles soulignent le caractère spéculatif. Peu de temps auparavant, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF, ou ESMA) a également alerté les investisseurs quant aux risques élevés liés aux *Initial Coin Offerings* (ICO)<sup>4</sup> – opérations de levée de fonds reposant sur la technologie *blockchain* et impliquant l'émission de jetons, ou *tokens*, en contrepartie du transfert d'actifs tels que des bitcoins ou des *ethereum* – tout en attirant l'attention des entreprises qui ont recours à ces opérations sur la nécessité de respecter la réglementation éventuellement applicable.

Le bitcoin, qui est à la fois la plus connue et la plus ancienne des très nombreuses « cryptomonnaies » existantes (suivi par l'*ethereum*, qui aurait été devancé en 2017 par le *ripple*<sup>5</sup>) et dont le cours est marqué par une très

forte volatilité depuis sa création en 2009, suscite depuis quelque temps un engouement qui n'a fait que croître avec l'envolée de son cours en 2017 – celui-ci est d'environ 10 000 euros au 18 janvier 2018, après avoir dépassé 16 000 euros en décembre 2017 –, les investisseurs, même inexpérimentés, étant attirés par la perspective de réaliser une importante plus-value en très peu de temps<sup>6</sup>.

Si la totalité des bitcoins, qui sont programmés pour être en nombre fini<sup>7</sup>, n'ont pas encore été créés, ou « minés », cela fait bien longtemps (du moins à l'échelle de la brève histoire de la *blockchain* Bitcoin) que leur minage, qui consiste à résoudre des problèmes mathématiques pour « hacher » un bloc de transactions – c'est-à-dire en substance « découper » les données, qui ne pourront ensuite être lues qu'à l'aide d'une clé numérique – afin de valider ces transactions et de contribuer ainsi à l'ajout de nouveaux blocs de données à la *blockchain* Bitcoin, n'est à la portée que de personnes ou d'entités disposant d'une puissance de calcul considérable. En revanche, tout intéressé peut accéder au marché secondaire et acquérir des bitcoins sur une plate-forme d'échange, telles Kraken, Coinbase ou Paymium, et si le bitcoin était au départ utilisé par les particuliers surtout pour réaliser des paiements, il est devenu, avec l'envolée du cours, attirant comme support d'investissement.

Ce n'est pas la première fois que les autorités de régulation attirent l'attention des investisseurs sur les risques liés à ces actifs : la Banque de France, l'ACPR, l'Autorité bancaire européenne (ABE, ou EBA), ou encore la Banque centrale européenne (BCE), ont déjà exprimé leurs préoccupations relatives à la protection des utilisateurs face au développement des monnaies virtuelles ou cryptomonnaies<sup>8</sup>. Si la volonté de soumettre les plateformes d'échange de cryptomonnaies à des obligations et à un contrôle a pu conduire l'ACPR ou la cour d'appel de Paris à considérer que l'activité d'intermédiation consistant à recevoir des fonds de l'acheteur de bitcoins pour les transférer au vendeur de bitcoins relève de la fourniture de services de paiement<sup>9</sup>, nécessitant d'être agréé comme prestataire de services de paiement et de respecter la réglementation relative à la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme<sup>10</sup>, ou si les bitcoins ont été considérés par la Cour de Justice de l'Union euro-

6. R. Bloch, « Le Bitcoin les rend fous », *Les Échos*, 18 janvier 2018.

7. Celui-ci, de 21 millions d'unités, devant être atteint en 2140.

8. Banque de France, « Les dangers liés au développement des monnaies virtuelles : l'exemple du bitcoin », *Focus* n° 10, 5 déc. 2013 ; ACPR, position 2014-P-01 du 29 janvier 2014 relative aux opérations sur bitcoins en France ; Rapport du groupe de travail piloté par Tracfin sur « L'encadrement des monnaies virtuelles, Recommandations visant à prévenir leurs usages à des fins frauduleuses ou de blanchiment », juin 2014 ; Autorité bancaire européenne, Avertissement aux consommateurs sur les monnaies virtuelles, 13 décembre 2013 (EBA/WRG/2013/01) et Opinion sur les monnaies virtuelles, 4 juillet 2014 (EBA/Op/2014/08) ; BCE, *Virtual currency scheme. A further analysis*, février 2015, spéc. p. 20 et s.

9. V. position ACPR n° 2014-P-01, préc. et CA Paris, pôle 5, ch. 6, 26 sept. 2013, n° 12/00161, SAS *Macaraja c/ SA Crédit Industriel et Commercial* ; JCP E 2014, 1091, note Th. Bonneau.

10. Pour une sanction sur ce dernier point, v. ACPR, *Commissions des sanctions*, 30 mars 2017, procédure n° 2016-05, *Lemon Way* ; RDBF n° 3, mai 2017, comm. 106, N. Mathey.

1. V. notamment D. Geiben, O. Jean-Marie, Th. Verbiest et J.-F. Vilotte, *Bitcoin et Blockchain – Vers un nouveau paradigme de la confiance numérique ?*, RB Édition, 2016.

2. S. Amsili, « Le Gouvernement nomme un “Monsieur Bitcoin” », *Les Échos*, 15 janvier 2018.

3. « Achat de Bitcoins : l'AMF et l'ACPR mettent en garde les épargnants », communiqué commun de l'AMF et de l'ACPR, 4 décembre 2017.

4. ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirements, 13 nov. 2017, ESMA50-157-828 ; ESMA alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings (ICOs), 13 novembre 2017, ESMA50-157-829. Sur l'hétérogénéité et la portée juridique des déclarations ou communiqués de l'AEMF, v. Th. Bonneau, « Les publics statements de l'ESMA », *Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Autour du droit bancaire et financier et au-delà*, éd. Joly, p. 647.

5. L. Marchand, « Ripple, la cryptomonnaie qui a fait mieux que le Bitcoin en 2017 », *Les Échos*, 2 janvier 2018.

pénne comme des moyens de paiement au regard de la directive 2006/112/CE du 28 novembre 2006 relative au système commun de TVA, de sorte que les transactions bitcoins contre devise sont exonérées de taxe sur la valeur ajoutée<sup>11</sup>, les interrogations relatives à la nature juridique des cryptomonnaies subsistent<sup>12</sup>.

Dans leur communiqué commun, les deux autorités rappellent succinctement que les bitcoins ne constituent ni des instruments financiers entrant dans le domaine de supervision de l'AMF, ni une monnaie ayant cours légal, ni un moyen de paiement relevant d'un cadre réglementaire déterminé, et ne sont donc soumis à aucune réglementation protectrice des utilisateurs ou des investisseurs.

Sans revenir ici dans le détail sur les différentes analyses qui ont pu être proposées, rappelons que la qualification de monnaie est généralement écartée, du moins si on l'entend, dans le sens le plus classique et le plus étroit, comme la monnaie étatique ayant cours légal<sup>13</sup>. Les bitcoins ne rempliraient pas les trois fonctions juridiques de la monnaie – moyen de paiement, instrument d'évaluation et objet de propriété – correspondant à ses fonctions économiques – intermédiaire des échanges, mesure de valeurs et réservoir de liquidité<sup>14</sup>, notamment en raison de leur absence de pouvoir libératoire universel, leur acceptation en paiement dépendant du bon vouloir du créancier, et du fait que leur valeur est définie par référence à celle d'une devise. La qualification de monnaie électronique doit également être écartée, car les bitcoins ne représentent pas une créance sur un émetteur émise en contrepartie de la remise de fonds<sup>15</sup>, mais sont créés par « minage », c'est-à-dire qu'ils sont alloués en récompense aux utilisateurs, ou « mineurs », qui valident des transactions et contribuent ainsi à l'ajout de nouveaux blocs de données à la blockchain Bitcoin. Sans doute, il s'agit de biens incorporels, dès lors qu'ils ont une valeur ; mais celle-ci ne repose sur aucune activité réelle, sur aucun actif sous-jacent, mais dépend exclusivement de la loi de l'offre et de la demande, d'où leur caractère hautement spéculatif. Ils n'entrent pas non plus dans la catégorie des instruments financiers, faute de constituer des titres financiers ou des contrats financiers<sup>16</sup> – même s'ils peuvent servir de sous-

jacents à des contrats financiers<sup>17</sup> ; des contrats à terme sur bitcoin ont au demeurant été lancés en décembre 2017 par le Chicago Mercantile Exchange Group ainsi que par le Chicago Board Options Exchange, sous le contrôle de la CFTC (Commodity Futures Trading Commission)<sup>18</sup>.

Aucune allusion n'est ici faite par les deux autorités à la qualification de biens divers, à laquelle des auteurs ont proposé de recourir<sup>19</sup>, ce qui aurait notamment pour avantage d'encadrer les communications à caractère promotionnel en veillant à ce que les risques afférents au placement soient clairement identifiés ainsi que d'imposer l'élaboration d'un document d'information soumis au contrôle de l'AMF<sup>20</sup>. Cette qualification est en revanche envisagée par l'AMF dans sa consultation sur les ICO pour les tokens émis dans le cadre d'une telle opération<sup>21</sup>.

L'AMF et l'ACPR rappellent que la valorisation du bitcoin peut s'effondrer aussi soudainement qu'elle a augmenté, exposant les investisseurs à un risque de perte du capital investi sans aucune garantie. En conclusion, les deux autorités prennent le soin de souligner que « l'environnement technologique Blockchain est susceptible d'offrir de nombreuses possibilités en termes d'usages par les entreprises », tout en concluant qu'« au cas particulier des "crypto" actifs reposant sur la blockchain, et compte tenu de leurs caractéristiques techniques, de leur forte volatilité et en l'absence de réglementation spécifique, l'AMF et l'ACPR recommandent aux épargnants la plus grande vigilance avant d'envisager d'y investir une partie de leur épargne ». Cela semble du bon sens mais il n'est sans doute pas superflu de le rappeler face à l'engouement actuel pour ces actifs, même s'il semble que le phénomène soit de bien moindre ampleur en France que dans d'autres pays, et notamment en Asie. Les mêmes problématiques se posent s'agissant des tokens émis dans le cadre d'ICO, de manière plus complexe compte tenu de la diversité de ces opérations et des droits conférés par les tokens<sup>22</sup>. ■

11. CJUE, 5<sup>e</sup> ch., 22 octobre 2015, aff. C-264/14, *Skatteverket c/ David Hedqvist* ; J. Huet, *Revue des contrats* n° 1, mars 2017, p. 54 ; Th. Bonneau, « Analyse critique de la contribution de la CJUE à l'ascension juridique du bitcoin », *Liber Amicorum Blanche Soudi – L'Europe bancaire, financière et monétaire*, RB Édition, 2016, p. 294.

12. M. Roussille, « Le bitcoin : objet juridique non identifié », *Banque et Droit*, janv.-févr. 2015, p. 27 ; F. Drummond, « Bitcoin : du service de paiement au service d'investissement ? », *Bull. Joly Bourse*, 2014, § 111j1, p. 249 ; P. Pailler, « Quelles règles pour l'encadrement de la monnaie virtuelle ? », *RISF* oct.-déc. 2014, p. 39 ; Th. Bonneau, « Le bitcoin, une monnaie ? », *Banque et Droit*, janv.-févr. 2015, p. 8 ; L. Corbion-Condé, « De la défiance à l'égard des monnaies nationales au miroir du bitcoin », *RDBF* n° 2, avril 2014, dossier 13.

13. Pour une critique de cette approche, v. M. Bahli, « Les cryptomonnaies, une application des blockchain technologies à la monnaie », *RDBF* n° 2, mars 2016, étude 8 ; G. Bourdeaux et N. Mathey, « Les monnaies alternatives. Propos introductifs », *RDBF* n° 6, nov. 2016, dossier 38 ; G. Bourdeaux, « Propos sur les « crypto-monnaies », *RDBF* n° 6, nov. 2016, dossier 39. La création de cryptomonnaies « étatiques » est étudiée par des banques centrales...

14. J. Carbone, *Droit civil, vol. 2. Les biens, les obligations*, PUF, 2004, n° 688, p. 1562.

15. Art. L. 315-1, C. mon. fin.

16. Art. L. 211-1, C. mon. fin.

17. D. Marteau, « Le lancement des contrats à terme sur Bitcoin : quelles conséquences ? », *Revue Banque* n° 815-816, janv. 2018, p. 116.

18. N. Acheson, « The Threat of Bitcoin Futures », *Coindesk*, 8 décembre 2017 ; L. Lequien, « CME Group prépare des contrats à terme en bitcoin », *La Tribune*, 1<sup>er</sup> novembre 2017.

19. F. Drummond, préc. ; P. Pailler, préc. ; comp. I. Barsan, préc., spéc. p. 61.

20. Art. L. 550-3, c. mon. fin. ; art. 441-1 et s., RG AMF ; Instruction AMF, Procédure d'enregistrement et d'établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF par les intermédiaires en biens divers, DOC 2017-06, 17 mai 2017.

21. V. AMF, document de consultation préc.

22. V. infra, commentaire des déclarations de l'AEAF et de la consultation de l'AMF sur les ICO.

## Les Initial Coin Offerings (ICO), entre promotion de modes de financement innovants et protection des investisseurs

AMF, Document de consultation sur les Initial Coin Offerings (ICO), octobre 2017.

ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirements, 13 nov. 2017, ESMA50-157-828.

ESMA alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings (ICOs), 13 nov. 2017, ESMA50-157-829.

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud

Les récentes communications des autorités française et européenne des marchés financiers relatives aux Initial Coin Offerings (ICO) illustrent bien la double problématique évoquée ci-dessus, entre promotion des modes de financement innovants pour les entreprises et protection des épargnants contre les risques liés aux investissements réalisés dans des actifs hautement spéculatifs. Peu de temps avant la publication par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF) d'un communiqué commun mettant en garde les épargnants contre les risques liés à un investissement en bitcoins<sup>1</sup>, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF, ou ESMA) a alerté, par deux déclarations<sup>2</sup>, les entreprises qui ont recours à des ICO pour lever des fonds, quant à la nécessité de respecter la réglementation, et les investisseurs, quant aux risques élevés liés à ces opérations<sup>3</sup>. Dans le même temps, l'AMF a procédé à une consultation publique sur les ICO<sup>4</sup>.

La volonté de promouvoir l'innovation technologique et financière et le développement de modes de financement innovants au profit des entreprises, d'une part, s'est déjà manifestée avec le développement du financement participatif, ou *crowdfunding*, grâce à Internet. Elle s'appuie ici spécifiquement sur la technologie des registres distribués (ou *distributed ledger technologies* (DLTs)), et plus particulièrement de la *blockchain*<sup>5</sup>. Des mesures ont déjà

été prises en ce sens par le législateur, d'abord avec l'ordonnance du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse<sup>6</sup>, qui, ouvrant la possibilité de procéder à des offres de minibons<sup>7</sup> au moyen d'un site Internet, permet d'assurer l'émission et la cession des minibons par la voie d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé<sup>8</sup>, puis, tout récemment, avec l'ordonnance du 8 décembre 2017, qui autorise l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers non admis aux opérations d'un dépositaire central ou d'un système de règlement-livraison de titres<sup>9</sup>.

Les autorités se penchent à présent sur le phénomène des ICO, « opérations de levées de fonds effectuées à travers une technologie de registre distribué (DLT) qui donnent lieu à une émission de jetons (tokens) »<sup>10</sup>. L'opération est annoncée puis lancée sur Internet, par la publication d'un *White Paper* qui en présente les caractéristiques (nature du projet, objectifs, type d'actifs acceptés en règlement, nombre de jetons à émettre, durée de la campagne, etc.). En contrepartie du transfert d'actifs, généralement des cryptomonnaies comme des bitcoins ou des *ethereum*, les investisseurs reçoivent des *tokens*, sorte de jetons virtuels qui leur confèrent différents droits, comme par exemple celui de participer à la gestion du réseau ou d'acquiescer d'autres *tokens* à un prix préférentiel lors d'une ICO ultérieure. Les jetons sont ensuite censés pouvoir être revendus sur un marché secondaire, c'est-à-dire sur des plates-formes d'échange sur Internet.

L'appellation d'ICO, calquée sur celle des offres au public de titres financiers (*Initial Public Offerings* – IPO), ne doit pas occulter les difficultés de qualification juridique, car l'appartenance des *tokens* à la catégorie des instruments financiers est loin d'aller de soi. Il est pourtant nécessaire de déterminer le cadre réglementaire de ces opérations, particulièrement aux fins de protection des investisseurs, d'autant que la diffusion et la réalisation de ces opérations par Internet permettent à leurs initiateurs de toucher des investisseurs établis dans dif-

1. Communiqué commun de l'AMF et de l'ACPR, 4 décembre 2017, « Achat de Bitcoins : l'AMF et l'ACPR mettent en garde les épargnants », commenté ci-dessus.  
2. Sur l'hétérogénéité et la portée juridique des communiqués de l'AEMF, v. Th. Bonneau, « Les publics statements de l'ESMA », *Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre – Autour du droit bancaire et financier et au-delà*, éd. Joly, p. 647.  
3. ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirements, 13 nov. 2017, ESMA50-157-828 ; ESMA alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings (ICOs), 13 novembre 2017, ESMA50-157-829.  
4. AMF, Document de consultation sur les Initial Coin Offerings (ICOs), octobre 2017 ; P. Pailler, « Alerte sur les Initial Coin Offerings! », *RDBF* n° 6, nov. 2017, alerte 65 ; Th. Bonneau, « "Tokens", titres financiers ou biens divers ? », à paraître, *RDBF*, janv.-fév. 2018 ; I. M. Barsan, « Legal Challenges of Initial Coin Offerings », *RTDF* n° 3-2017, p. 54 ; H. de Vauplane, « Quelle régulation pour les offres publiques en cryptomonnaies », *Revue Banque* n° 810, juill. 2017, p. 16 ; H. de Vauplane, « Crypto-Assets, token, blockchain, ICO : un nouveau monde ? », *Revue Banque* n° 812, octobre 2017, p. 16.  
5. Sur laquelle, v. notamment D. Geiben, O. Jean-Marie, Th. Verbiest et J.-F. Vilotte, *Bitcoin et Blockchain, Vers un nouveau paradigme de la confiance numérique?*, RB Édition, 2016 ; E.A. Caprioli, « La blockchain ou la confiance dans une technologie », *JCP G* n° 23, 2016.172 ; M. Mekki, « Les mystères de la blockchain », *D.* 2017, n° 37, p. 2160 ; D. Legeais, « Blockchain », *Fasc. 534, JCl. Commercial*, mars 2017 ; dossier « La technologie Blockchain et son utilisation en matière bancaire et financière », *RISF* n° 4-2017. Adde Paris Europlace, *Rapport du Groupe Fintech*, « Les impacts des réseaux distribués et de la

technologie Blockchain dans les activités de marché », 23 octobre 2017.

6. Ord. n° 2016-520 du 28 avr. 2016 relative aux bons de caisse (*JORF* n° 0101 du 29 avr. 2016, texte n° 16) et décret n° 2016-1453 du 28 oct. 2016 relatif aux titres et aux prêts proposés dans le cadre du financement participatif (*JORF* n° 0254 du 30 oct. 2016, texte n° 8) ; *Banque et Droit* n° 170, nov.-déc. 2016, p. 40, note J.-J. Daigre ; A. Reygrobelle, « Le nouveau visage des bons de caisse », *RTDF* n° 3-2016, p. 109 ; E. Rogey, « Minibons : un nouvel instrument de financement participatif sous la supervision de l'Autorité des marchés financiers », *BJB* n° 7-8, juill. 2016, § 114m3, p. 310 ; R. Vabres, « Bons de caisse, minibons, blockchain... résurrection ou révolution ? », *Dr. sociétés* n° 7, juill. 2016, p. 1 ; H. de Vauplane, « Le financement des entreprises par la blockchain : le cas des "minibons" », *RTDF* n° 2-2016, p. 64 ; *RTD com.* 4-2016, p. 830, obs. D. Legeais ; D. Poracchia et Th. Granier, « La réforme des bons de caisse, une ouverture maîtrisée vers les fintechns ? », *Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre – Autour du droit bancaire et financier et au-delà*, éd. Joly, p. 549.  
7. Art. L. 223-6 et s., C. mon. fin., créés par l'ord. n° 2016-520, préc.  
8. Art. L. 223-12, C. mon. fin.  
9. Ord. 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 financiers (*JO* n° 0287 du 9 décembre 2017, texte n° 24), qui fera l'objet d'un commentaire dans le prochain numéro de cette chronique.  
10. AMF, document de consultation préc., p. 1.

férents pays, et que des acteurs financiers traditionnels et des fonds d'investissement s'y intéressent.

Les difficultés de qualification juridique, déjà soulignées au sujet du *bitcoin*, sont ici accrues par la variété et l'hétérogénéité des droits acquis par les investisseurs et représentés par les *tokens* : ceux-ci peuvent par exemple ouvrir droit à une part des profits générés par le projet, à des droits de vote ou de participer à la gouvernance en tant que participants de la *blockchain* en cause, ou encore à un droit d'usage, tel un droit à un service offert par l'émetteur. Alors que l'AEMF se contente de rappeler aux entreprises ayant recours à ce mode de financement que si les *tokens* présentent les caractéristiques d'instruments financiers, plusieurs pans de la législation de l'Union sont susceptibles d'être applicables (directives Prospectus, MIF, AIFM, anti-blanchiment), l'autorité française examine quatre qualifications existantes<sup>11</sup>. Si la réglementation relative au financement participatif et celle relative aux placements collectifs sont rapidement écartées, le régime de l'offre au public de titres financiers et celui de l'intermédiation en biens semblent plus prometteurs. La qualification de titres financiers entraînerait notamment l'obligation, dans le cas d'une offre au public de titres financiers, de rédiger un prospectus visé par l'AMF. Elle est toutefois exclue en l'absence de personnalité morale de l'émetteur des *tokens*<sup>12</sup>, dès lors que ceux-ci ne représentent pas une créance de somme d'argent sur l'émetteur. L'AMF considère ensuite que certaines ICO seraient susceptibles de relever du régime de l'intermédiation en biens divers, lorsque les acquéreurs des *tokens* n'en assurent pas eux-mêmes la gestion ou si une faculté de rachat leur est offerte<sup>13</sup>, ou lorsqu'est mise en avant « la possibilité d'un rendement financier direct ou indirect ou ayant un effet économique similaire »<sup>14</sup>, ce qui aurait notamment pour avantage d'encadrer les communications à caractère promotionnel en veillant à ce que les risques afférents au placement soient clairement identifiés ainsi que d'imposer l'élaboration d'un document d'information soumis au contrôle de l'AMF<sup>15</sup>.

11. AMF, document de consultation préc., p. 6 et s.

12. Même si l'AMF considère curieusement que cela « ne saurait être considéré comme un obstacle nécessairement dirimant à la qualification de titres financiers ». Sur ce point, v. les observations critiques de Th. Bonneau, art. préc.

13. Art. L. 550-1, I, C. mon. fin.

14. Art. L. 550-1, II, C. mon. fin.

15. Art. L. 550-3, C. mon. fin. ; art. 441-1 et s., RG AMF ; Instruction AMF, Procédure d'enregistrement et établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF par les intermédiaires en biens divers, DOC 2017-06, 17 mai 2017.

La nécessité de protéger les épargnants, d'autre part, se manifeste à travers les mises en garde adressées par les autorités françaises et européenne contre les risques liés aux investissements réalisés dans de tels actifs hautement spéculatifs. L'AEMF, tout comme l'AMF, dont le document de consultation sur les ICO comporte un avertissement aux investisseurs potentiels<sup>16</sup>, soulignent tout particulièrement le risque de fraude, le risque de perte totale du capital, les risques liés à la volatilité du cours et le risque de ne pas pouvoir revendre les *tokens* en raison de l'absence de développement d'un marché secondaire ou de son manque de profondeur, ainsi que les risques liés à l'absence de contrôle de l'information mise à la disposition des investisseurs – le *White Paper* ayant tendance à taire les risques pour ne faire valoir que les perspectives de rendement de l'opération – et les risques associés au projet financé, dont le succès n'est évidemment pas assuré, ou encore les risques de failles dans la technologie et notamment dans le code de la *blockchain* sur laquelle repose le projet.

Comme le souligne un auteur<sup>17</sup>, cela conduit à s'interroger sur les raisons de ce phénomène : s'agit-il simplement du comportement naturel d'une communauté de technophiles qui emploient les moyens à leur disposition pour financer leurs projets, ou cela traduit-il plus profondément une désaffection à l'égard des mécanismes classiques, voire une volonté de contourner les règles applicables en développant un système parallèle ? Cela interroge également sur la nécessité de soumettre ces opérations à une législation unitaire ou de laisser s'instaurer une différenciation entre des ICO « régulées » et d'autres non régulées<sup>18</sup>. Cela ravive encore les questionnements sur la nécessité de protéger les investisseurs contre eux-mêmes ou de les responsabiliser en se contentant de les alerter sur les risques (notamment de perte totale du capital) et en les invitant *a minima* à se renseigner et au mieux à s'abstenir, dans un contexte dans lequel les spécificités technologiques des projets financés et des modalités de réalisation des opérations viennent s'ajouter à la complexité des aspects juridiques et financiers<sup>19</sup>. ■

16. AMF, document de consultation préc., pp. 5-6.

17. Th. Bonneau, art. préc.

18. Voir les trois « options de régulation » envisagées par l'AMF : document de consultation préc., p. 10 et s.

19. V. Paris Europlace, rapport préc., p. 23, relevant que, « compte tenu du potentiel de cette technologie, ces levées attirent aussi de plus en plus des investisseurs en recherche de plus-values, sans que ceux-ci ne comprennent toujours les spécificités technologiques du projet ».