

ICO FRANÇAISES : UN NOUVEAU MODE DE FINANCEMENT ?

CAROLINE LE MOIGN*

Dix ans après la création du Bitcoin et de la technologie *blockchain*, un nouveau mode de financement des entreprises technologiques s'est fortement développé en 2017 et 2018, avant de fléchir en 2019 : les *initial coin offerings* (ICO). Ces opérations de levées de fonds sont effectuées à travers une technologie de registre distribué et donnent lieu à une émission de jetons ou *tokens*, ceux-ci pouvant être ensuite, selon les cas, utilisés pour obtenir des produits ou des services, échangés sur une plateforme (marché secondaire) et/ou pouvant rapporter un profit.

131

Cet article analyse ce nouveau mode de financement, qui semble pouvoir constituer une alternative utile pour les entreprises nouvelles ou innovantes. L'analyse du marché mondial met en avant son caractère encore marginal, mais qui tend à se concentrer et se structurer. L'analyse des projets d'ICO français, à l'aide d'une base de données originale, souligne l'intérêt croissant de ce mécanisme de levée de fonds pour certains porteurs de projets, qui plébiscitent la possibilité de faire appel à une communauté d'investisseurs internationaux et souhaitent l'introduire en sus d'autres canaux de financement plus traditionnels. Afin d'assurer la protection des consommateurs aux vues des risques liés à ce type d'investissement, l'étude présente enfin la solution d'encadrement incitatif française, le visa optionnel des émissions de jetons délivré par l'Autorité des marchés financiers (AMF).

* Direction de la régulation et des affaires internationales, Division études, stabilité financière et risques, Autorité des marchés financiers (AMF). Contact : C.LEMOIGN@amf-france.org.

SPÉCIFICITÉS DES ICO COMME NOUVEAU MODE DE FINANCEMENT

Le mécanisme de levée de fonds par ICO ressemble par certains aspects aux canaux de financement plus traditionnels (offre publique, capital-risque, *crowdfunding*), mais présente toutefois des caractéristiques propres (Lipusch, 2018). Le modèle de Li et Mann (2018) montre qu'une ICO bénéficie des effets de réseau, en permettant de regrouper des informations dispersées et ainsi de résoudre la coordination nécessaire à l'évaluation de la valeur d'un projet. Le second avantage est lié à la liquidité du *token* : à la différence du capital-risque ou du *crowdfunding* où les instruments sont illiquides, les *tokens* peuvent être échangés sur un marché secondaire¹. Néanmoins cette liquidité n'est pas garantie : seule une partie des *tokens* sont négociés sur une plateforme d'échange, et même si le *token* est listé, tout porteur ne sera pas en mesure de trouver une contrepartie. En analysant 1 009 *tokens* créés depuis 2015, Amsden et Schweizer (2018) observent que seuls 42 % des *tokens* sont listés sur un marché secondaire après leur ICO. De plus, cet apport de liquidité, alors que le projet est encore au stade de développement, engendre une forte volatilité des prix des *tokens*, ceux-ci étant déterminés par l'offre et la demande à partir d'informations limitées, ce qui représente un facteur de risque aussi bien pour les détenteurs de *tokens* que pour les porteurs de projets (Kaal et Dell'Erba, 2018).

132

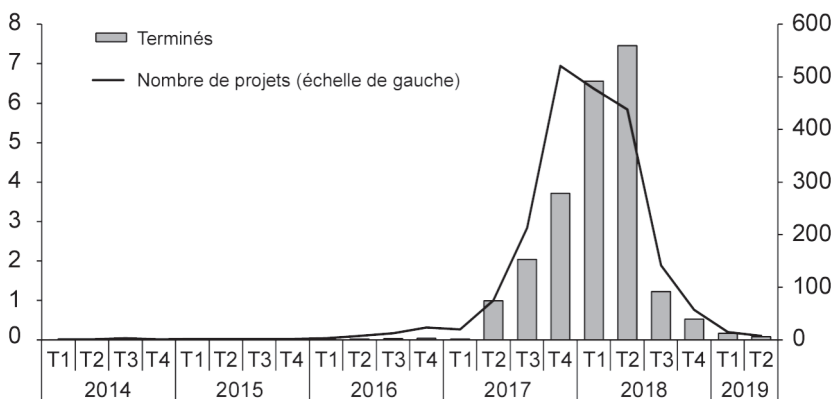
Les porteurs d'un projet d'ICO garantissent qu'un nombre limité de *tokens* sera émis : ce mécanisme de rareté incite les investisseurs à acheter les *tokens* lorsque leur valeur est encore faible et à poursuivre leur engagement dans le projet. Malgré le risque de ce type d'investissement, son attrait réside dans la possibilité, en cas de réussite du projet, d'utiliser ces *tokens* contre le service promis ou de pouvoir espérer tirer profit de la liquidité ou de la vente des *tokens* sur un marché secondaire.

Plusieurs travaux académiques ont décomposé les facteurs de succès des ICO, en utilisant des analyses économétriques simples régressant les caractéristiques observées des ICO sur leur succès (défini comme la réussite de la levée de fonds ou les montants levés, la liquidité des *tokens*). Les résultats mettent principalement l'accent sur la transparence de l'opération et la qualité du signal envoyé aux investisseurs : expérience et taille de l'équipe, code source disponible, document de référence présentant le projet, publication d'un budget prévisionnel, etc. (Adhami *et al.*, 2018 ; Howell *et al.*, 2018 ; Momtaz, 2018). Ces facteurs sont d'ailleurs également identifiés par les acteurs français dans notre questionnaire comme de bonnes pratiques à mettre en œuvre.

AU NIVEAU MONDIAL, LE FINANCEMENT PAR ICO EST ENCORE MARGINAL

Les levées de fonds par ICO sont un phénomène récent : au total, les montants levés par ICO représenteraient 22,9 Md\$ principalement en 2017 et 2018 (respectivement 6,8 Md\$ et 15,7 Md\$)². Le nombre de projets a crû de manière importante en 2017 (plus de 800 projets, dont 521 pour le seul quatrième trimestre), puis en 2018 (1 114) avant de décroître fortement à partir du troisième trimestre (cf. graphique 1).

Graphique 1
Montants levés par les ICO (en Md\$) et nombre de projets



Sources : AMF. Les données sont issues d'ICOdata et de Coindesk à août 2019, ainsi que des sites internet des émetteurs ou d'autres évaluateurs pour vérifier certains montants. Bloomberg, Eikon.

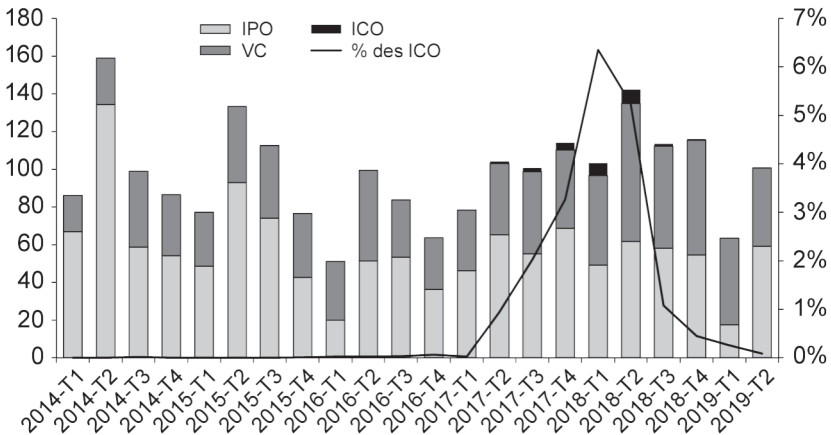
L'année 2018 a été marquée par plusieurs ICO impressionnantes, tant dans la célérité de la levée des fonds que par leurs montants, comme celles de Block.one (4,2 Md\$ pour EOS, une *blockchain* de nouvelle génération), de Telegram (1,7 Md\$ via sa vente privée, pour une application de messagerie instantanée populaire auprès des investisseurs en crypto-actifs) ou de TaTaTu (575 M\$ en vingt jours pour un projet de plateforme de vidéos à la demande). Au total, 17 ICO ont collecté plus de 100 M\$ (10 M\$ en 2018 et 7 M\$ en 2017), représentant à elles seules 40 % des montants totaux levés par ICO.

Néanmoins, depuis ces projets à succès, une baisse importante, tant en matière de montants levés que de projets proposés au public, a été observée depuis le troisième trimestre 2018 et s'est prolongée sur les deux premiers trimestres 2019. La forte baisse observée sur la plupart des crypto-actifs en 2018, les cas de fraude ou d'échec des projets, ainsi

que l'influence du débat américain autour de la qualification des crypto-actifs ont participé au refroidissement de l'engouement des émetteurs comme des investisseurs.

Les ICO ont pu représenter jusqu'à 6,3 % du total du financement en actions au niveau mondial (IPO et capital-risque) au premier trimestre 2018, tous secteurs confondus, contre 1,6 % en moyenne en 2017 sur quatre trimestres (cf. graphique 2). Les ICO récentes concernent, par exemple, des projets d'investissement dans l'immobilier (Fundament Group), d'application de gestion des données personnelles (Blockstack), de *blockchain* de nouvelle génération (Cardano), ou encore de plateforme d'échange de crypto-actifs (Legolas). On observe de plus un développement de projets de jetons visant à émettre des crypto-actifs stables (*stable coins*) ou des instruments financiers sur une *blockchain* (*security token offerings*).

Graphique 2
Montants levés par ICO comparés aux financements en actions
dans le monde
(en Md\$)



Sources : Bloomberg ; Eikon ; AMF.

Concernant la répartition géographique des levées de fonds, on peut noter que les informations disponibles sont relativement parcellaires, certains sites d'information faisant référence à la localisation des porteurs de projets ou à celle de l'entité juridique, lorsque celle-ci existe et est disponible. La plupart s'accordent sur le fait que le marché est localisé, dix pays représentant 59 % des levées de fonds globales³. La prévalence des États-Unis est claire (12 % des projets qui ont réussi, 7,5 Md\$ levés) et de Singapour (12 % des projets réussis, 2,3 Md\$). En Europe, la Suisse et le Royaume-Uni sont des pays privilégiés pour les

ICO (respectivement 6 % et 9 % des projets, 1,9 Md\$ et 1,5 Md\$ levés), de même que l'Estonie (6 % des projets, 910 M\$ levés). La localisation de l'ICO tient également en partie à l'environnement légal du pays, puisqu'on observe une surreprésentation de petits pays dont la régulation ou l'absence de régulation est favorable aux ICO⁴.

En matière de secteurs d'application, les projets d'ICO ont évolué au fur et à mesure que l'industrie a mûri : si la première période était dominée par la gestion des données, le *trading* ou les nouveaux protocoles *blockchain*, on observe depuis la fin de 2017 l'apparition de projets ambitionnant une application plus large de la technologie *blockchain*, dans les domaines de la santé, de l'énergie, du commerce de détail, ainsi que dans l'utilisation de *smart contracts* pour remplacer certains processus en entreprise (transactions et moyens de paiement ou accords juridiques, par exemple) (Howell *et al.*, 2018).

PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DES ICO FRANÇAISES

La France représente une part modeste des fonds levés par ICO au niveau international, puisqu'on recense quinze ICO françaises dont la levée de fonds est terminée à la fin de 2018, qui ont pu lever 89 M€ par ce nouveau mode de financement depuis novembre 2016. Si les montants levés demeurent faibles à ce stade, les ICO françaises ont représenté 4 % du financement en actions en 2018.

En parallèle du programme d'accompagnement des levées de fonds en crypto-actifs en France, l'AMF a lancé en 2018 un questionnaire auprès des 83 porteurs de projets d'ICO françaises, c'est-à-dire dont la structure juridique est en France, et qui avaient fait la démarche de venir rencontrer le régulateur, afin de mieux comprendre les modèles d'affaires de ces émetteurs. Ce court questionnaire visait à recueillir des données sur les modalités de l'ICO, sur une base volontaire et déclarative, avec un taux de réponse de 43 %.

Ces données soulignent l'intérêt croissant que ce mécanisme de levée de fonds suscite auprès de certains porteurs de projets, qui citent comme critère de choix de ce mode de financement la possibilité de faire appel à une communauté engagée d'investisseurs sur leur plateforme (58 %). La deuxième raison citée est néanmoins celle de l'absence de dilution du capital (28 %) ; ils sont également 11 % à citer l'intérêt de leur indépendance vis-à-vis d'autres parties prenantes ou intermédiaires. Certains porteurs de projets choisissent la voie de l'ICO en raison de l'accès à des investisseurs internationaux (22 %), l'exposition médiatique (17 %), la simplicité et la rapidité de la levée de fonds permise par les ICO (8 %), ou la possibilité d'avoir accès à des montants importants (8 %). Par ailleurs, la très grande majorité de ces émissions

de jetons terminées ou à venir (89 %) auraient des caractéristiques utilitaires, c'est-à-dire conférant des droits d'usage ou de paiement, typiquement contre des services fournis par les entreprises émettrices (*utility tokens*).

Analyse de la première vague d'ICO françaises

Pour la première vague d'émetteurs français⁵, l'ICO était dans la plupart des cas leur première levée de fonds, pour des montants levés relativement faibles (entre 200 000 euros et 20 M€) sur des secteurs principalement technologiques. À la suite de leur levée de fonds, entre 0 % et 90 % des montants levés avaient été décaissés au 30 juin 2018 (23 % en moyenne, 14 % en médiane). Concernant l'utilisation des fonds levés, la majorité est utilisée pour assurer le développement du projet : 25 % en moyenne pour des développements logiciels, 25 % pour les salaires, 16 % pour le marketing du projet, 7 % pour les frais généraux et 5 % pour les aspects légaux et administratifs. Une partie des montants est généralement mise en réserve par les émetteurs (19 % en moyenne, jusqu'à 70 % pour certains projets). Les autres fonds ont pu être utilisés pour les dépenses liées à l'ICO ou au développement de leur plateforme.

136

Les émetteurs connaissent mal leurs investisseurs : seuls trois porteurs de projets savent grossièrement si ceux-ci sont des professionnels ou des particuliers, et seules quatre ICO connaissent leur nationalité, en moyenne à 50 %. On remarque que les projets ayant le plus grand nombre d'investisseurs sont les plus à même de connaître ces informations.

Concernant la répartition des *tokens*, une partie importante d'entre eux appartient aux investisseurs externes, via la vente ou la prévente (37 % et 5 % respectivement), mais également aux dirigeants et aux employés de la structure (10 % en moyenne). Entre 6 % et 80 % des *tokens* sont conservés par les émetteurs (25 % en moyenne). Les autres *tokens* (20 % en moyenne) peuvent être, selon les ICO, utilisés pour de futurs *rounds* de vente ou servir à rémunérer les investisseurs dans le futur.

Tous ces *tokens* sont échangés sur au moins une plateforme de marché, huit projets étant listés sur deux plateformes ou plus. La plateforme IDEX est la plus populaire, suivie par Bittrex. Sept projets indiquent avoir été à l'initiative du listing de leur *tokens* sur des plateformes d'échange, notamment sur des plateformes centralisées les plus populaires

Caractéristiques de la deuxième vague d'ICO françaises

Les ICO qui visent à lever des fonds en septembre 2018 et décembre 2019 ambitionnent des levées de fonds plus importantes, allant de

1 M€ à 180 M€ (21,8 M€ en moyenne, 11,5 M€ de médiane), avec, pour les montants les plus importants, des projets liés au développement logiciel, aux objets connectés, à la gestion de données et au secteur de l'énergie. La plupart de ces ICO sont également plus longues et ont recours à davantage d'étapes de vente : vingt projets prévoient une vente privée de leurs *tokens* auprès d'investisseurs institutionnels (de 300 000 euros à 20 M€ ambitionnés), et vingt et un projets prévoient une prévente avant leur vente publique. Vingt-cinq projets ont déjà entamé ou prévu leur vente publique, qui s'étale sur 92 jours en moyenne (de 7 jours à 411 jours pour la plus longue).

À la différence des ICO de la première vague, la plupart des porteurs de projets à venir ont déjà eu accès à des financements pour des montants allant de 30 000 euros à 22 M€ : ils sont 24 % à avoir bénéficié de *love money* ou de fonds provenant de *business angels*, 52 % à avoir déjà effectué un tour de *private equity* et 23 % à avoir bénéficié de subventions publiques, notamment de la Banque publique d'investissement. En moyenne, ces porteurs de projets ont déjà obtenu 2,2 M€ par d'autres moyens de financement. Cela indique que le mécanisme d'ICO ne serait pas uniquement un moyen de lever des fonds pour les entreprises n'ayant pas accès aux modes de financement traditionnel, mais au contraire viendrait insérer une nouvelle étape dans un parcours de financement plus traditionnel.

137

La répartition des *tokens* envisagée par les porteurs de projets d'ICO place également les investisseurs comme principaux détenteurs : entre 5 % et 82 % des *tokens* seront distribués aux investisseurs durant la vente publique (40 % en moyenne) et entre 0 % et 50 % durant la prévente (17 % en moyenne). Les porteurs de projets visent à conserver entre 0 % et 82 % des *tokens* (21 % en moyenne), et à se servir du reste pour rémunérer les dirigeants et les employés (entre 0 % et 25 %, 9 % en moyenne), les prestataires externes (entre 0 % et 10 %, 5 % en moyenne) et les partenaires du projet (entre 0 % et 15 %, 4 % en moyenne). Les autres *tokens* distribués seraient principalement distribués à la communauté participante au projet (*airdrop*, *bounty*, conseillers).

Alors que les ICO françaises terminées n'acceptaient généralement que des investissements en crypto-actifs, les projets d'ICO visent un public plus large, en acceptant des investissements en crypto-actifs (23 projets), mais également en euro et en dollar (16 projets) ou dans d'autres devises internationales (3 projets). Néanmoins, pour toutes les ICO observées, la gestion du risque de change entre devises traditionnelles et crypto-actifs semble difficile, compte tenu de la volatilité de ces dernières. Certains projets affichent des taux de change fixes entre leur *token* et les devises traditionnelles, imposant au souscripteur de sup-

porter le risque de change. À l'inverse, 19 % des projets souhaitent externaliser cette gestion du risque de change auprès d'un spécialiste. 31 % des projets envisagent plutôt de le gérer eux-mêmes en utilisant leur trésorerie de manière stratégique : de la même manière que pour les projets terminés, certains porteurs souhaitent convertir tous les crypto-actifs collectés dès la fin de l'ICO pour éviter la fluctuation des cours, alors que d'autres souhaitent étaler ces transactions afin de bénéficier des évolutions des cours.

RISQUES DES ICO ET RÉPONSES RÉGLEMENTAIRES

Des risques potentiellement importants pour les investisseurs, mais une propagation limitée

Pour les investisseurs, participer au financement d'une ICO peut présenter plusieurs risques. Avec, en premier lieu, celui de perdre une partie ou la totalité du capital investi : les projets financés étant majoritairement au stade d'idée, la probabilité qu'ils n'aboutissent pas est grande. L'asymétrie d'information est également un risque majeur : en analysant les documents d'information de plus de 1 000 ICO, Zetzsche *et al.* (2018) observent que dans 31 % des cas, ceux-ci ne fournissent aucune information sur les porteurs du projet et qu'ils n'offrent aucune information sur la prévision budgétaire dans 25 % des cas. Les possibilités de se retourner pour le consommateur semblent faibles lorsque les auteurs observent que seuls 33 % des documents contiennent des éléments sur la législation applicable et 45 % une information basique telle que l'adresse de l'émetteur. De plus, certaines ICO se sont révélées être des fraudes, pour des raisons diverses (mauvaise gestion budgétaire, disparition des dirigeants et/ou employés, pyramide de Ponzi, etc.). DeadCoins dresse une liste de plus de 1 700 ICO frauduleuses, dont les montants perdus demeurent cependant difficiles à estimer⁶.

Le rapport Landau (2018) met également en avant le risque de dissimulation de l'origine des fonds et du blanchiment d'argent. En effet, de par leur conception, les transactions en crypto-actifs impliquent un grand degré d'anonymat. Par conséquent, des mesures préventives telles que les exigences de connaissance des investisseurs (« *know your customer* ») constituent un élément indispensable des levées de fonds. L'Union européenne a d'ailleurs récemment modifié la directive relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme (Directive UE 2018/843), afin d'inclure le commerce de crypto-actifs en tant qu'entités soumises aux exigences en matière de blanchiment, directive transposée récemment en droit français.

L'investisseur peut également subir un risque de dilution ou d'absence de transparence des prix, le porteur de projets pouvant procéder à des préventes ou effectuer de nouvelles émissions de jetons après la vente publique, venant réduire la valeur individuelle des jetons. Enfin, en raison de la nouveauté de la technologie, le risque technologique, opérationnel ou de cyber-attaque demeure important.

Si les informations disponibles sur la qualité des investisseurs en ICO demeurent limitées, il semble que ceux-ci aient dépassé le cercle fermé de quelques spécialistes en technologie innovante. Certains investisseurs commencent à investir (*hedge funds*, capital-risque), et une base plus large d'investisseurs particuliers semble se développer dans certaines juridictions. Néanmoins les investisseurs institutionnels traditionnels se tiennent à distance des investissements en ICO (BCE, 2018), ce qui limite les risques d'interconnexions et de transmissions des chocs entre acteurs. À ce stade, la majorité des régulateurs internationaux considère que les ICO ne représentent pas une menace pour la stabilité financière, compte tenu des volumes relativement modestes et des liens limités entre les marchés financiers numériques et traditionnels (FSB, 2018).

Un intérêt des investisseurs

En l'absence d'un cadre réglementaire dans la plupart des pays, la protection des investisseurs n'est donc pas garantie. Alors comment expliquer l'intérêt croissant des investisseurs pour les ICO ? La principale explication tient dans le retour possible sur investissement. En effet, les projets sont fortement incités à récompenser les investisseurs à court terme en sous-estimant le prix de vente de leur *token*, afin de générer de la liquidité sur le marché secondaire et signaler le potentiel de croissance de leur projet (Momtaz, 2018). Par ailleurs, à partir d'un échantillon très large d'ICO durant la période la plus faste de réussite des projets, Benedetto et Kostovetsky (2018) observent que le retour sur investissement moyen d'un investisseur est de 179 %, rendement estimé pour les ICO ayant réussi et dont les *tokens* sont échangés sur un marché secondaire. Même en prenant en compte les rendements négatifs des *tokens* délistés ou dont les ICO ont échoué, le rendement d'un investisseur moyen est de 82 %. Néanmoins une telle analyse mériterait d'être poursuivie dans le temps, afin d'observer les rendements engendrés au-delà des premiers jours de cotation à la suite de la réussite d'un projet.

Enfin, les crypto-actifs peuvent représenter un atout en matière de diversification des actifs d'un portefeuille. En effet, les crypto-actifs les plus importants (Bitcoin, Ethereum, Ripple, etc.) ont des rendements très peu corrélés entre eux (FMI, 2018) et ne sont pas non plus corrélés à d'autres classes d'actifs comme les actions, aux facteurs macroéconomiques habituels, à d'autres devises ou à des matières premières (Liu et

Tsyvinski, 2018). Il faut noter cependant que ces corrélations sont susceptibles d'évoluer à l'avenir, notamment selon l'appétit des investisseurs souhaitant intégrer ces actifs dans leurs portefeuilles.

*Une coopération internationale indispensable
en matière de régulation*

Afin d'assurer la protection des consommateurs, les régulateurs internationaux s'interrogent sur la qualification de ce mode de financement hybride et la meilleure manière d'encadrer les abus. Néanmoins la diversité des approches est importante selon les régulateurs : certains ont choisi d'interdire les ICO sur leur territoire de manière définitive (Chine, Vietnam, Algérie, Maroc) ou temporaire (Corée du Sud) ; d'autres ont adopté un cadre réglementaire afin d'attirer les projets vertueux (Malte, Gibraltar). La plupart proposent une approche au cas par cas, en raison de la division subsistant sur la qualification des *tokens*, comme la Suisse, le Canada, le Brésil ou l'Allemagne. Malgré cette approche relativement commune, des divergences demeurent. La réglementation américaine, par exemple, fait application d'une jurisprudence de la Cour Suprême des États-Unis, afin de déterminer si un crypto-actif constitue un instrument financier (*security*) au sens du droit américain⁷. Cette approche retenue par les États-Unis en matière de droit applicable conduit à considérer la plupart des crypto-actifs comme instruments financiers (Hinman, 2018).

140

Néanmoins les projets d'ICO étant par définition transfrontières, les investisseurs peuvent être exposés à des risques liés à l'hétérogénéité des régimes réglementaires et les investisseurs peuvent recourir à l'arbitrage réglementaire. C'est pourquoi la cohérence et la coopération européenne et internationale en matière de réglementation des ICO semblent indispensables : cela peut passer par un partage des exigences en matière de transparence et de gestion des risques des ICO (FMI, 2018), par la mise en place de standards internationaux (Demertzis et Wolf, 2018), ainsi que par une coopération internationale en matière de lutte contre les fraudes.

*Le visa optionnel : la solution française d'encadrement
incitatif original*

La France a choisi de se doter d'un cadre législatif complet permettant d'encadrer les différentes activités liées à l'émission, l'investissement et la prestation de services liés aux crypto-actifs, dont les éléments figurent dans la loi 2019-486 du 22 mai 2019 (dite « loi PACTE »), afin d'identifier les opérations respectant un certain nombre de garanties et d'assurer un juste équilibre entre la protection des investisseurs et l'accompagnement de l'innovation.

Concernant les ICO, celui-ci dispose que les émetteurs de jetons qui souhaitent procéder à une offre au public de jetons ont la possibilité de solliciter un visa de manière optionnelle auprès de l'AMF, qui a la charge de vérifier les garanties suivantes :

- l'émetteur de jetons doit être constitué sous la forme d'une personne morale établie ou immatriculée en France ;
- un document d'information (communément appelé « *white paper* ») est établi conformément à l'article 712-2 du règlement général de l'AMF et à l'instruction AMF DOC-2019-06 ;
- un procédé permettant le suivi et la sauvegarde des actifs recueillis dans le cadre de l'offre est mis en place par l'émetteur ;
- l'émetteur de jetons a mis en place un dispositif lui permettant de respecter ses obligations en matière de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme.

L'AMF vérifiera ainsi que l'opération envisagée présente certaines garanties minimales permettant d'assurer la protection des investisseurs, notamment la qualité du document d'information destiné aux investisseurs, la présence d'un mécanisme de sécurisation des fonds collectés, la nature des communications à caractère promotionnel, etc. Ce nouveau régime ne s'applique pas à l'émission de jetons assimilables à des titres financiers (*security token offering*), mais exclusivement à l'émission de jetons dits de service (*utility token*).

141

Une fois l'offre terminée, l'émetteur sera tenu d'informer les investisseurs des montants levés et de la présence d'un marché secondaire, le cas échéant. Les acteurs ainsi labellisés figureront sur une « liste blanche » tenue par l'AMF, permettant aux investisseurs d'identifier les acteurs qui respectent ces règles⁸. Seules les offres au public de jetons ayant reçu le visa pourront faire l'objet, en France, d'un démarchage auprès du public.

CONCLUSION

Les succès récents observés, l'émergence de nouveaux types d'émetteurs innovants, la démocratisation d'une nouvelle forme d'engagement dans un projet d'entreprise pour les investisseurs ainsi que les possibilités de désintermédiation permises par la technologie *blockchain* portent à croire qu'il y a de la place pour ce nouveau processus de levée de fonds aux côtés des canaux de financement habituels. Néanmoins la forte baisse des projets et des montants levés depuis la fin de 2018 laissent à penser que ce mode de financement doit continuer à se structurer et à bénéficier d'un encadrement des régulateurs internationaux afin de continuer à être plébiscité par les investisseurs.

NOTES

1. Les plateformes de marché de crypto-actifs prennent la forme de sites internet où les investisseurs peuvent acheter et vendre des crypto-actifs contre d'autres crypto-actifs ou contre des devises traditionnelles. Le taux de change est déterminé par la confrontation des ordres acheteurs et vendeurs sur chaque plateforme, créant de ce fait des écarts de prix parfois significatifs entre les différentes plateformes et dès lors des opportunités d'arbitrage. Il existe à ce jour plus de 400 plateformes identifiées au niveau international, les plus importantes en termes de volumes d'échanges étant domiciliées en Asie ou aux États-Unis.

2. On notera que cette analyse utilise des données sur les ICO mondiales issues de sources publiques, dont les informations reportées varient, parfois de manière importante, en raison de l'absence de réglementation concernant la transparence des informations sur ces levées de fonds. De plus, la plupart des ICO lèvent une partie ou tous les fonds en crypto-actifs, ainsi les montants levés peuvent être volatils.

3. Données issues d'ICObench à la fin de juin 2019, corroborées par les données d'ICOWatchlist.

4. En sus de la Suisse, les Îles Vierges Britanniques (2,4 Md\$ levés) et les Îles Caïmans (1,1 Md\$ levés) se placent dans les dix premiers pays en matière de montants levés par ICO.

5. Le questionnaire a recueilli des réponses en septembre et octobre 2018 auprès des porteurs de projets français. Parmi les quinze projets ayant terminé leur ICO, dix ont répondu au questionnaire proposé (67 %), représentant 83 % des montants levés entre décembre 2016 et septembre 2018. Parmi les 68 projets d'ICO recensés en septembre 2018, vingt-six ont répondu au questionnaire proposé (38 %).

6. Les cas les plus documentés concernent la société américaine PlexCorps, qui a levé 15 M\$; la société vietnamienne Modern Tech, qui aurait supposément levé 660 M\$ via deux ICO et la société anglaise BitConnect qui aurait supposément levé 700 000 dollars.

7. *Securities and Exchange Commission v. W.J. Howey Co.* (1946). En vertu du « Howey Test », qui établit les critères de qualification d'un contrat d'investissement, un jeton doit remplir trois conditions cumulatives afin qu'il soit qualifié d'instrument financier, à savoir : (1) être un investissement, (2) réalisé dans le cadre d'un projet commun, qui est raisonnablement susceptible de dégager des profits et (3) ces derniers doivent être générés par les efforts d'entrepreneurs ou de managers tiers, et non par les investisseurs.

8. Néanmoins, si après avoir apposé son visa, l'AMF constate que l'offre proposée au public n'est plus conforme au contenu du document d'information ou ne présente plus les garanties associées à l'obtention du visa, elle peut ordonner qu'il soit mis fin à toute communication concernant l'offre faisant état de son visa et retirer son visa à titre définitif ou jusqu'à ce que l'émetteur satisfasse de nouveau aux conditions du visa.

BIBLIOGRAPHIE

ADHAMI S., GIUDICI G. et MARTINAZZI S. (2018), « Why Do Businesses Go Crypto? An Empirical Analysis of Initial Coin Offerings », *Journal of Economics and Business*, vol. 100, novembre-décembre.

AMSDEN R. et SCHWEIZER D. (2018), « Are Blockchain Crowdsales the New 'Gold Rush'? Success Determinants of Initial Coin Offerings », avril.

BCE (Banque centrale européenne) (2018), *Financial Stability Implications of Crypto-Assets*, *Financial Stability Review*, mai.

BENEDETTI H. et KOSTOVETSKY L. (2018), « Digital Tulips? Returns to Investors in Initial Coin Offerings », mai.

CATALINI C. et GANS J. S. (2018), « Initial Coin Offerings and the Value of Crypto Tokens », NBER, *Working Paper*, n° 24418, mars.

DEMERTZIS M. et WOLF G. B. (2018), « The Economic Potential and Risks of Crypto Assets: Is a Regulatory Framework Needed? », *Bruegel Policy Contribution*, n° 14, septembre.

FMI (Fonds monétaire international) (2018), *Global Financial Stability Report: a Bumpy Road Ahead*, avril.

- FSB (Financial Stability Board) (2018), *Crypto-Asset Markets: Potential Channels for Future Financial Stability Implications*, octobre.
- HINMAN W. (2018), « Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic) », discours du 14 juin.
- HOWELL S. T., NIESSNER M. et YERMACK D. (2018), « Initial Coin Offerings: Financing Growth with Cryptocurrency Token Sales », NBER, *Working Paper*, n° 24774.
- KAAL W. A. et DELL'ERBA M. (2018), « Initial Coin Offerings: Emerging Practices, Risk Factors and Red Flags », Université de St Thomas (Minnesota), *Legal Studies Research Paper*, n° 17-18, novembre.
- LANDAU J.-P. et GENAIS A. (2018), *Les crypto-monnaies*, Rapport au ministre de l'Économie et des Finances, juin.
- LEE J. (2018), « Distributed Ledger Technologies (Blockchain) in Capital Markets: Risk and Governance », *Journal of Business and Technology Law*, mai.
- LI J. et MANN W. (2018), « Initial Coin Offerings and Platform Building », novembre.
- LIPUSCH N. (2018), « Initial Coin Offerings – A Paradigm Shift in Funding Disruptive Innovation », mars.
- LIU Y. et TSVINSKI A. (2018), « Risks and Returns of Cryptocurrency », NBER, *Working Paper*, n° 24877, août.
- MOMTAZ P. P. (2018), « Initial Coin Offerings », avril.
- ZETZSCHE D., BUCKLEY R., ARNER D. et FÖHR L. (2018), « The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators », University of Luxembourg, *Law Working Paper*, n° 11/2017.

