

## CADRE JURIDIQUE

# INITIAL COIN OFFERINGS (ICO) : L'INÉVITABLE RÉGULATION ?



**Thibault Verbiest**

Associé

DS Avocats



**Frédéric Bellanca**

Associé

DS Avocats

Nouvelle forme de levées de fonds en cybermonnaies, les Initial Coin Offerings (ICO) sont fortement montées en puissance en 2017, au point qu'elles intéressent les régulateurs. L'AMF a mené une consultation entre fin octobre et fin décembre, et réfléchit à d'éventuelles options de régulation. De son côté, l'ESMA a émis plusieurs mises en garde. Pour l'heure, la quatrième directive Antiblanchiment, en cours de révision, devrait inclure les plateformes d'échange de cryptomonnaies.

L'année 2017 aura été marquée par une montée en puissance fulgurante des Initial Coin Offerings (ICO), une nouvelle méthode de levée de fonds qui bouleverse les modèles traditionnels de financement.

Selon les données collectées par le site américain CoinSchedule[1], depuis le début de l'année, l'équi-

valent de plus de 3,5 milliards de dollars a été levé par le biais de 222 ICO, contre seulement 96 millions de dollars pour une cinquantaine d'ICO en 2016.

À titre d'exemple, le 31 mai 2017, Brendan Eich, l'un des fondateurs de Mozilla, a levé l'équivalent de 35 millions de dollars pour son navigateur web « Brave[2] » dans le cadre d'une ICO... et ce en 30 secondes seulement ! Autre ICO record, celle réalisée en août 2017 par la société Filecoin[3], sorte de Dropbox décentralisée où chaque utilisateur fournit au réseau une capacité de stockage et peut, à son tour, héberger ses contenus dans un espace sécurisé, qui a réussi à récolter l'équivalent de 257 millions de dollars en l'espace de quelques jours. Les ICO se sont ainsi succédé pour des montants de plus en plus vertigineux, suscitant l'intérêt des entrepreneurs, des investisseurs, mais aussi plus récemment des autorités puisque ces opérations (ou la plupart d'entre elles) interviennent aujourd'hui en dehors de toute régulation.

### CONCRÈTEMENT, QU'EST-CE QU'UNE ICO ?

Dérivée du terme Initial Public Offering (IPO), qui désigne une levée de fonds lors de l'introduction en Bourse d'une société, l'ICO corres-

pond à une levée de fonds effectuée en cybermonnaies.

Si lors du schéma classique d'une IPO une société émet des titres en échange de monnaie courante comme l'euro ou le dollar, lors d'une ICO, la société qui lève des fonds va émettre des actifs numériques appelés tokens (jetons) en échange le plus souvent de cybermonnaies comme le bitcoin ou l'ether.

Les tokens acquis par l'investisseur n'ont pas de statut juridique ; ils constituent plutôt la représentation numérique d'un ensemble de droits dont la nature varie en fonction de la finalité définie par l'émetteur.

Ces droits et prérogatives attachés aux tokens peuvent recouvrir des réalités très différentes selon l'opération envisagée ou selon le degré de maturité du projet. En voici quelques exemples concrets :

- le token applicatif, qui peut représenter un droit d'usage d'un produit ou d'un service que les porteurs de projet sont en train de développer (ex : le projet de Dropbox décentralisée porté par Filecoin : l'utilisateur doit acheter des tokens afin de disposer d'un espace de stockage ; si, à l'inverse, il met à disposition son propre espace de stockage, il recevra des tokens en retour) ;
- le token de fidélité ou de récompense, attribué dès lors que l'on utilise un produit ou un service (ex : lorsqu'un voyageur a terminé son

[1] <https://www.coinschedule.com/stats.php>.

[2] <https://brave.com/>.

[3] <https://filecoin.io/>.

séjour dans un hôtel, il reçoit en récompense un *token* qu'il peut dépenser dans d'autres hôtels ou échanger contre de l'argent ou d'autres cybermonnaies[4] ;

– le *token* de preuve, qui permet d'identifier une personne comme étant le propriétaire d'un actif[5], comme ayant réalisé une transaction ou permettant de faire état d'une propriété[6] ;

– le *token* de réputation, dont le nombre détenu permet d'établir la fiabilité d'une personne ou sa réputation[7].

Ces *tokens* constituent une monnaie d'échange liquide (cybermonnaie) dont le transfert est sécurisé par des clés cryptographiques et s'effectue sur des plates-formes spécialisées[8]. Leur évaluation étant aléatoire, voire impossible à déterminer, ils sont bien souvent assimilés à un instrument spéculatif.

La qualification même de certains *tokens* peut se révéler délicate lorsque par exemple ils donnent droit à des revenus ou des dividendes (ex : « The DAO », le premier fonds d'investissement entièrement autonome et décentralisé, dont le *token* permet d'avoir un droit de vote sur les propositions de projets à financer et d'en recevoir les gains relatifs le cas échéant).

Compte tenu de la nature particulière des ICO et du caractère hybride des *tokens*, les autorités de régulation, aussi bien en France (1) qu'au niveau européen (2), tentent tant bien que mal d'appréhender ce phénomène.

[4] Trippki : plate-forme de réservation et de récompenses d'hôtels qui crée une nouvelle et meilleure relation entre les hôtels et leurs invités.

[5] GoldMint et Digix dont les *tokens* représentent une certaine quantité d'or.

[6] BitFury : initiative lancée par le gouvernement géorgien dont le but est de digitaliser le cadastre du pays et de permettre l'enregistrement de chaque propriété à l'aide d'une application.

[7] Il est difficile d'appréhender ce *token* qui s'apparente à un actif numérique assimilable à un César ou à un Prix Nobel.

[8] Bourses de *tokens* comme l'europanne Kraken ou l'américaine Poloniex.

**EN FRANCE, L'AMF A LANCÉ UNE CONSULTATION PUBLIQUE ET UN PROGRAMME D'ACCOMPAGNEMENT ET DE RECHERCHE SUR LES ICO**

Le 26 octobre 2017, l'AMF a annoncé qu'en l'absence de réglementation spécifique des ICO elle lançait une consultation (qui s'est clôturée le 22 décembre 2017[9]) afin de recueillir l'avis des parties prenantes sur différentes pistes d'encadrement possibles. En parallèle, le régulateur a également mis en place un programme d'accompagnement et de recherche des levées de fonds en actifs numériques baptisé UNICORN[10] destiné à s'interroger sur ce marché en coordination directe avec les porteurs de projets.

**● Avertissement sur les risques que présentent ces opérations**

Le lancement de cette consultation a été tout d'abord l'occasion pour l'AMF d'attirer l'attention des potentiels investisseurs sur les nombreux risques que présentent les ICO, à commencer bien entendu par l'absence en France – et souvent à l'étranger – de réglementations spécifiques.

L'AMF rappelle en effet que lors d'une ICO les investisseurs, et désormais les simples particuliers, ne bénéficient d'aucune des garanties associées aux introductions en Bourse (prospectus, visa de l'AMF, etc.).

Les investissements interviennent sur la base de brochures commerciales ou d'un simple document d'information, appelé « White Paper », qui peuvent décrire le projet de manière inexacte, omettre d'expliquer la technologie sous-jacente ou présenter des prévisions de manière partielle ou excessivement optimiste.

L'AMF indique qu'il s'agit bien souvent de projets technologiques complexes à un stade précoce de leur développement qui sont destinés en premier

lieu à un public averti, technophile, mais qui peuvent également s'adresser au grand public.

Pourtant, les risques rappelés par l'AMF sont bien réels :

- perte de l'intégralité du capital investi car il n'est pas garanti ;
- pratiques de blanchiment d'argent ;
- absence de marché permettant la revente de *tokens* ;
- projet sans application concrète ;
- volatilité considérable des *tokens* : à titre d'exemple la start-up « Tezos », qui a levé l'équivalent de 232 millions de dollars grâce à une ICO en juillet dernier, a vu son *token* perdre près de 40 % de sa valeur en 3 heures suite à un conflit entre ses fondateurs ;

– risque d'escroquerie et de cybercriminalité : l'exemple le plus retentissant concerne la plate-forme d'échange de cybermonnaies « Bitfinex » qui s'est fait dérober l'équivalent de 65 millions de dollars en août 2016.

Devant l'arrivée récente d'investisseurs néophytes sur le marché, l'enjeu de la consultation publique lancée par l'AMF est donc de limiter tous ces risques en élaborant un cadre juridique adapté.

**● Analyse juridique des ICO au regard des règles dont l'AMF assure le respect**

Afin de définir la réglementation éventuellement applicable aux ICO, le réflexe du régulateur a été de procéder par élimination, en comparant ce nouvel outil à l'ensemble de l'arsenal juridique dont il dispose.

L'exercice est délicat puisque les instruments financiers émis sont très diversifiés.

Les *tokens* émis lors des ICO pouvant être acquis et échangés, ils pourraient présenter des similitudes avec les différents titres financiers définis par le Code monétaire et financier[11] :

– **Peut-il s'agir d'un titre de capital ?** L'AMF estime difficile de considérer que les *tokens* puissent être qualifiés

[9] Consultation publique de l'AMF sur les Initial Coin Offerings (ICO) en date du 26 octobre 2017.

[10] Universal Node to ICO's Research & Network.

[11] Art. L. 211-1 du Code monétaire et financier.

de titres de capital, notamment parce que leurs émetteurs, rarement dotés d'une personnalité morale, ne possèdent pas de capital social à proprement parler.

– **Peut-il s'agir d'un titre de créance?** Classiquement, il est considéré qu'un titre de créance est représentatif d'une somme d'argent, or, aucune des ICO dont l'AMF a eu à connaître à ce jour n'a donné lieu à l'émission d'un *token* assimilable à un titre de créance.

– **Peut-il s'agir de parts ou actions d'organismes de placement collectif?** Le régulateur estime peu probable que les souscripteurs de *tokens* puissent former une « communauté d'investisseurs » tel qu'exigé pour être qualifié d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Selon l'AMF certains types d'ICO pourraient éventuellement répondre à la qualification de Fonds d'investissement alternatif (FIA), mais là encore à certaines conditions. Le mécanisme du *crowdfunding* ne peut également pas être retenu puisque dans le cadre d'une ICO aucun conseil en investissement n'est fourni. En outre, contrairement à une opération de *crowdfunding*, les ICO ne sont pas réalisées par l'intermédiaire de sites satisfaisant aux conditions réglementaires.

Enfin, l'AMF précise que certaines ICO qui « mettent en avant la possibilité d'un rendement financier direct ou indirect ou ayant un effet économique similaire » pourraient relever du régime des intermédiaires en biens divers 1 ou 2 (les biens divers étant définis comme des produits d'investissement atypiques comme les diamants, métaux précieux, œuvres d'art, lettres anciennes, etc.).

Ainsi, et même si à ce jour il n'existe pas de réglementation juridique spécifique, il serait inexact de penser qu'une ICO échappe à tout contrôle puisque, si d'aventure sa structuration venait à correspondre à un des instruments ci-dessus, un régime juridique établi trouverait à s'appliquer.

### ● L'AMF a proposé trois options de régulation

Les montants en cause lors des ICO n'étant plus anecdotiques, l'AMF ne se contente pas simplement de relever qu'elle ne dispose actuellement d'aucun cadre juridique satisfaisant mais propose plusieurs options de régulation :

– **promouvoir un guide de bonnes pratiques à droit constant** : cette hypothèse est sans doute la plus ouverte mais également la plus risquée puisqu'elle consiste en effet à ne réguler que les ICO relevant des dispositions légales existantes, soit une très petite minorité. Les autres ICO ne seraient soumises qu'à des règles de bonnes pratiques, définies par l'AMF, qui n'auraient néanmoins aucune force juridique contraignante faute de régulation ;

– **étendre le champ des textes existants pour appréhender les ICO comme des offres de titres au public** : il s'agirait ici d'encadrer toutes les ICO, quelles que soient leur forme et leurs caractéristiques, comme étant des offres classiques de titres au public. Les procédures d'instruction et d'octroi d'un visa par l'AMF leur seraient ainsi appliquées. Cette option reviendrait donc à réguler de manière identique les *start-up* et les sociétés cotées qui sont pourtant bien différentes. En outre, les exigences de souplesse et de rapidité des ICO ne seraient pas nécessairement compatibles avec la réglementation « prospectus » de l'AMF ;

– **proposer une nouvelle législation, adaptée aux ICO** :

**1. régime d'autorisation préalable** : considérant que les ICO sont tellement novatrices et variées, une nouvelle réglementation spécifique serait proposée. Ainsi, chaque projet devrait obtenir une autorisation de commercialisation des *tokens* auprès de l'AMF, qui vérifierait les garanties présentées par l'initiateur de l'ICO. Ce régime d'autorisation préalable, plus contraignant qu'un simple guide de

bonnes pratiques, serait à la fois inspiré du régime des intermédiaires en biens divers et pourrait offrir la protection de certaines règles du régime « prospectus » ou, le cas échéant, de règles *ad hoc* ;

**2. régime d'autorisation optionnelle** : les initiateurs d'ICO pourraient décider de demander l'autorisation de commercialisation des *tokens* auprès de l'AMF, ou, au contraire, décider de ne pas déposer de dossier à l'AMF. Les offres n'ayant pas été autorisées formellement par l'AMF ne seraient pas interdites mais devraient, si elles sont présentées en France, contenir obligatoirement une mise en garde indiquant clairement cette absence de visa.

L'objectif d'une réglementation mesurée serait d'encadrer les ICO et donc d'offrir des garanties aux investisseurs, sans pour autant brider toute liberté et toute innovation qui sont pourtant déterminantes pour les porteurs de projets.

### EN EUROPE, PLUSIEURS MISES EN GARDE ONT ÉTÉ LANCÉES PAR L'ESMA

Devant l'engouement suscité par ce nouveau modèle de financement, l'ESMA a publié deux communiqués en date du 13 novembre 2017<sup>[12]</sup> alertant sur les dangers relatifs aux ICO.

### ● Le premier communiqué<sup>[13]</sup> est destiné aux investisseurs

L'ESMA alerte les investisseurs qui seraient tentés de souscrire à une ICO en listant certains risques engendrés par ce genre d'opération de financement :

– absence de régulation qui favorise le développement d'activités frauduleuses ou illicites ;  
– risque élevé de perdre l'intégralité du capital investi dans un projet en général à un état très précoce ;

[12] ESMA71-99-649.

[13] ESMA50-157-829.

- manque de liquidité et une extrême volatilité des tokens ;
- information insuffisante des investisseurs ;
- risque de défaillance, car la technologie sur laquelle reposent les ICO n'a pas encore été éprouvée.

● **Le second communiqué[14] s'adresse aux entreprises qui envisagent de réaliser une ICO**

De manière similaire à l'AMF, l'ESMA rappelle que si les tokens émis venaient à être considérés comme des instruments financiers, les initiateurs de

l'ICO devraient se conformer aux règles applicables au sein de l'Union européenne, à savoir, et de manière non exhaustive :

- la directive Prospectus concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation[15] ;
- la Directive MIFID[16] concernant les marchés d'instruments financiers ;
- la Directive AIFM[17] sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs ;

[15] Directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003.

[16] Directive 2004/39/EC du 21 avril 2004.

[17] Directive 2011/61/UE du 8 juin 2011.

- la 4<sup>e</sup> Directive de lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme[18].

Ces textes imposent naturellement de nombreuses obligations notamment en termes de contrôle, d'éthique professionnelle ou encore de transparence.

Toutefois, et comme l'indiquait l'AMF, une ICO qui n'entrerait pas dans le champ d'application de ces textes priverait les investisseurs européens de précieuses garanties en cas de litige.

[18] Directive (UE) 2015/849 du 20 mai 2015.

[14] ESMA50-157-828.

**Club**  
BANQUE

**Gouvernance et politiques de rémunération des établissements financiers: impacts et enjeux**

PROGRAMME

- Les grands enjeux des politiques de rémunération : rôle des administrateurs, des dirigeants et des fonctions clés
- La finance responsable à l'aune des politiques de rémunération : les attentes des superviseurs
- La mise en place des politiques de rémunération dans un groupe mutualiste : quels enjeux, quelles difficultés ?
- L'encadrement des rémunérations a-t-il un véritable impact sur les prises de risques ?
- Quels impacts des politiques de rémunération pour l'asset management ? Quelle articulation entre les politiques de rémunération des métiers de l'asset management et du métier bancaire ?

Présidence de séance: **Marie-Agnès NICOLET**, présidente, Regulation Partners

**22**  
**MARS**  
**2018**  
de 18h00 à 20h00

**LIEU**  
**Auditorium de la FBF**  
18, rue La Fayette  
75009 Paris

**CONTACT**  
**Nelly Tran**  
Tél. : 01 48 00 54 04  
tran@revue-banque.fr



Marie-Agnès NICOLET  
Regulation Partners



Arnaud JACQUEMIN,  
Société Générale



Frédéric VISNOVSKY  
ACPR



Jacques BEYSSADE,  
BPCE



Antoine de LA GUÉRONNIÈRE  
BNP PARIBAS AM

**INSCRIPTION**  
**revue-banque.fr**  
**/seminaires**



En partenariat avec  
**regulation partners**

**EY** Building a better working world  
Partenaire officiel

## EN ATTENDANT, PRIORITÉ À LA LUTTE CONTRE LE BLANCHIMENT

L'ordonnance n° 2016-1635 du 1<sup>er</sup> décembre 2016 renforçant le dispositif français de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme a créé une nouvelle catégorie d'assujettis : « Toute personne qui, à titre de profession habituelle, soit se porte elle-même contrepartie, soit agit en tant qu'intermédiaire, en vue de l'acquisition ou de la vente de tout instrument contenant sous forme numérique des unités de valeur non monétaire pouvant être conservées ou être transférées dans le but d'acquérir un bien ou un service, mais ne représentant pas de créance sur l'émetteur. »

Cette nouvelle disposition vise les plates-formes d'échanges de cryptomonnaies[19].

La quatrième directive Antiblanchiment est en cours de révision afin, notamment, d'inclure les plates-formes d'échange (mais aussi les portefeuilles électroniques stockant les clés privées des détenteurs de cybermonnaies[20]) dans le champ

de la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme[21]. Le projet de réforme prévoit en outre que la Commission européenne devra présenter dans les deux ans de l'entrée en vigueur de la future directive un rapport portant notamment sur l'éventuelle mise en place d'une base de données centrale où seraient enregistrées les identités des détenteurs de cybermonnaies. Ainsi, dans le cadre d'une ICO, l'émetteur en tant que tel ne serait pas soumis aux obligations de lutte contre le blanchiment, sauf s'il gère lui-même les clés privées des tokens qu'il émet (et si ces tokens ont la nature de cybermonnaies, ce qui pourrait être le cas pour nombre de tokens d'usage).

Pourtant, chacun s'accorde à dire que les obligations AML s'imposent même aux émetteurs d'ICO. Sur quelle base légale l'imposer dès lors? L'on revient au guide de bonnes pratiques ou à la modification législative évoquées par l'AMF dans sa consultation.

Dans ce cadre, il conviendrait également de prévoir un régime où les investisseurs en cryptomonnaies pourraient être « vérifiés » par des tiers de confiance (une banque, un notaire, un avocat) confirmant leur identité, et même attestant dans certains cas qu'ils sont des investisseurs qualifiés si l'ICO leur est réservée. Cette vérification pourrait se faire via un smart contract. Ainsi, des investisseurs pourraient rester anonymes dans le cadre de l'ICO, tout en reportant les obligations KYC sur un tiers de confiance.

keys on behalf of their customers, to hold, store and transfer virtual currencies ».

[21] Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive (EU) 2015/849 on the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing and amending Directive 2009/101/EC, texte du 19 décembre 2017, <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-15849-2017-INIT/en/pdf>

Sur la notion d'investisseurs qualifiés, certains ont suggéré de prévoir une nouvelle catégorie d'investisseurs qualifiés « technologiquement », ce qui correspondrait mieux à la sociologie de la cryptosphère[22]. En effet, les investisseurs qualifiés « technologiquement », bien que non qualifiés d'investisseurs professionnels[23], sont à même d'identifier les risques technologiques de l'opération, et disposent souvent d'un patrimoine conséquent en cybermonnaies.

## CONCLUSION

Jusqu'à ce jour, l'approche de l'AMF a été résolument souple et prospective, contrairement à d'autres régulateurs qui ont pris le parti d'interdire purement et simplement les ICO[24]. Cette attitude est à saluer. Les ICO offrent en effet une méthode de financement originale aux start-up innovantes, leur permettant de lever des fonds auprès d'une large communauté d'investisseurs de manière simple et rapide. Ce levier de croissance encore inexploré va entraîner l'émergence de nouvelles pratiques ; il présente également des risques importants pour les investisseurs.

Il est donc plus que jamais essentiel de bien réfléchir pour bâtir une réglementation mesurée qui permette d'attirer les projets les plus sérieux, lesquels nécessitent toujours la garantie d'un régulateur. En réalité, plus encore qu'un enjeu réglementaire, il s'agit là d'un véritable enjeu d'attractivité pour l'Europe, et la France en particulier. ■

[22] Voir la réponse à la consultation publique de l'AMF sur les ICO – Décembre 2017 de l'Association française pour la gestion des cybermonnaies.

[23] La notion d'investisseurs qualifiés se rattache à des opérations sur instruments financiers. Or, en l'état actuel du droit, les cybermonnaies n'en sont pas.

[24] Chine (le 4 septembre 2017) et Corée du sud (le 29 septembre 2017)

[19] Elles doivent désormais : mettre en place « des dispositifs d'identification et d'évaluation des risques de blanchiment des capitaux et de financement du terrorisme auxquels elles sont exposées ainsi qu'une politique adaptée à ces risques » ; appliquer ces « mesures de vigilance [...] en fonction de l'évaluation des risques présentés par leurs activités en matière de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme » ; définir et mettre en place « des dispositifs d'identification et d'évaluation des risques de blanchiment des capitaux et de financement du terrorisme auxquels elles sont exposées ainsi qu'une politique adaptée à ces risques » ; élaborer « une classification des risques en question en fonction [...] des conditions de transaction proposées, des canaux de distribution utilisés, des caractéristiques des clients, ainsi que du pays ou du territoire d'origine ou de destination des fonds » ; déclarer « les sommes inscrites dans leurs livres ou les opérations portant sur des sommes dont elles savent, soupçonnent ou ont de bonnes raisons de soupçonner qu'elles proviennent d'une infraction passible d'une peine privative de liberté supérieure à un an ou sont liées au financement du terrorisme. »

[20] Les « monnaies virtuelles » y sont définies comme étant « a digital representation of value that is not issued or guaranteed by a central bank or a public authority, is not necessarily attached to a legally established currency, and does not possess a legal status of currency or money, but is accepted by natural or legal persons, as a means of exchange, and which can be transferred, stored and traded electronically ». Quant aux « custodian wallet providers », ils sont définis comme étant « an entity that provides services to safeguard private cryptographic