



# Levée de fonds numériques *ou* Initial Coin Offerings (ICOs)

Bénédicte FRANÇOIS

Professeur de droit privé

à l'Université Paris Est - Créteil (Paris 12)

# Définition des *Initial Coin Offerings (ICOs)*


- Les *Initial Coin Offerings* (« ICOs ») permettent de lever des fonds, grâce à la technologie de la *blockchain*, en émettant des jetons (*coins* ou *tokens*) contre de la crypto-monnaie.
- Les ICOS sont nommées ainsi en raison de leurs similitudes avec les introductions en bourse classiques, appelées en anglais « *Initial Public Offerings* » (« IPOs »).
- Mais ces offres diffèrent des IPOs en ce qui concerne la nature des droits acquis par les investisseurs.

# Définition du « token »

- Ainsi les détenteurs de jetons bénéficient :
- - de fruits, sous la forme de **profits** ou d'une **augmentation de la valeur de leurs jetons**, qu'ils peuvent espérer revendre si le projet est un succès ; et/ou
- - **de droits de vote ou de gouvernance** en tant que participants au réseau décentralisé ; et/ou
- - **d'un droit d'usage**, par exemple un droit d'usage du réseau ou un droit sur un service offert par l'émetteur ou la communauté émettrice.

# Recours à la technologie *blockchain*

- L'ICO est réalisée via une chaîne de blocs (*blockchain*).
- La *blockchain* permet, grâce à des algorithmes, de stocker et de transmettre des données de manière sécurisée, infalsifiable, définitive et immuable, sans organe central de contrôle.
- La *blockchain* détient, en son sein, la totalité des tokens. L'investisseur ne pourra acquérir les tokens souhaités qu'en passant par celle-ci.

- 
- La transaction se fait automatiquement sans nécessiter l'intervention d'un tiers de confiance.
  - **Ce sont les « mineurs », serveurs informatiques des membres du réseau, qui vont authentifier la transaction.**
  - Une fois validée, la transaction est enregistrée dans la *blockchain*.

# Contrat intelligent (*smart contract*)

- Un contrat intelligent (*smart contract*) va **prévoir les spécificités des tokens** (nom, prix, droits afférents, etc.).
- Grâce au *smart contract* programmé, la *blockchain* connaît le montant que l'investisseur doit régler pour obtenir les tokens, ainsi que l'avantage qu'elle est tenue de lui verser le moment prévu. Le procédé est automatique.



# Utilisation de la crypto-monnaie

- De plus, lors d'une ICO, les participants utilisent une **crypto-monnaie** (Ether, bitcoins, etc.) pour obtenir ces jetons émis par le ou les porteurs du projet.



# Déroulement d'une ICO

- La campagne s'effectue en trois étapes.
- **Étape 1 : annonce de l'ICO**
- **Étape 2 : publication de l'offre dans un livre blanc (*white paper*)**
- **Étape 3 : vente des tokens**



# Un phénomène récent et en pleine croissance

- En 2016, les ICOs ont permis de lever 96 millions de dollars, en 2017, 5 milliards de dollars et au premier trimestre de 2018, plus de 6 milliards de dollars.
- 699 ICOs sont actuellement recensées sur le site <https://coinmarketcap.com/tokens/views/all/>.
- En France, l'on compte déjà une quinzaine d'opérations ayant permis de lever 350 millions d'euros.
- La moyenne des levées de fonds atteindrait 25 millions d'euros.
- La plus grosse ICO (*ICO EOS de Block.one*) récolta en décembre 2017 plus de 700 millions de dollars.



# Domaines

- **Les ICOs concernent le domaine des technologies financière (*FinTech*), mais aussi des secteurs très variés : diamant, immobilier neuf, réservation d'hôtels, enchères en ligne, « cloud computing », assurance automobile, énergies renouvelables, etc.**



# Avantages

- Ce financement s'adresse à de nombreux investisseurs par le biais de plates-formes Internet, accessibles 24h sur 24h.
- Son coût est peu élevé et sa réalisation, facile.

# Risques


- Or, les ICOs présentent des risques élevés :
- - **risques associés aux projets financés,**
- - **risque de perte de la valeur du token,**
- - **risques de volatilité,**
- - **risque d'illiquidité,**
- - **absence de réglementation,**
- - **risques associés à la documentation d'information,**
- - **risque de manipulation de marché,**
- - **risque d'escroquerie,**
- - **risque de blanchiment et de financement du terrorisme,**
- - **risque de piratage, etc.**

# Un phénomène mondial

- Les ICOs constituent une forme d'appel à l'épargne publique sur l'ensemble du réseau internet, lequel est par essence transfrontalier.
- Nombre d'autorités de régulation, nationales et internationales, ont alerté sur les risques que présentent les ICOs pour les investisseurs.
- Mais elles ont adopté des points de vue disparates.


# Une réglementation disparate


- a - Interdiction des ICOs
- Tel est le cas de la Chine et de la Corée du Sud.
- b - Assimilation à des offres au public de titres financiers
- Aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission (SEC) a considéré **que les tokens constituaient des « actifs financiers »** faisant l'objet d'un « contrat d'investissement » et relevant des lois fédérales, quel que soit son mode de distribution (*SEC. Release No 81207/July 25, 2017 Report of Investigation Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934: the DAO*).

- 
- **Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières semblent s'engager également dans cette voie** (*Avis 46-307 du personnel des ACVM. Les émissions de cryptomonnaies. 24 août 2017*).
  - La loi sur les valeurs mobilières (RLRQ c V-1.1) s'applique non seulement à « 1° une valeur mobilière, 2° à un titre, autre qu'une obligation, constatant un emprunt d'argent (...) », mais aussi à « **7° un contrat d'investissement** ».
  - Pour qu'un contrat d'investissement soit caractérisé, cela implique l'investissement d'une somme d'argent, dans une entreprise commune, dans l'expectative d'un profit. Dès lors, les entités qui émettent des tokens devraient se conformer à la législation sur les valeurs mobilières.

- **c - Statu quo réglementaire**
- **Plusieurs autorités ont adopté une approche au cas par cas et à droit constant. Citons l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) (Déclarations de l'AEMF, AGEFI 5 oct. 2017), la Financial Conduct Authority (FCA) au Royaume-Uni (Voir publication de la FCA en date du 12 sep. 2017 : <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coinofferings>), l'Australian Securities and Investments Commission (ASIC) (INFO 225, <https://www.asic.gov.au/regulatory-resources/digital-transformation/initial-coin-offerings/>) et la Monetary Authority of Singapore (MAS) (Voir publication de la MAS du 1er août 2017 : <http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2017/MAS-clarifies-regulatory-position-on-the-offer-ofdigital-tokens-in-Singapore.aspx>).**



- 
- **d- Une réglementation *ad hoc***
  - **Le 8 mars 2018, la Commission européenne a dévoilé un plan d'action visant à exploiter les possibilités offertes par les innovations technologiques dans le domaine des services financiers (*FinTech*), tels les chaînes de blocs (*blockchains*).**
  - **Elle publiera, d'ici à la fin de l'année, un rapport sur les problèmes et les potentialités des actifs cryptographiques et elle élaborera une stratégie globale en la matière.**
  - **Elle présentera un plan d'action répertoriant les bonnes pratiques en matière de « sas réglementaires » (*sandbox*).**

- 
- **En France, l'Autorité des marchés financiers a lancé, le 26 octobre 2017, une consultation sur les différentes options possibles d'encadrement des ICOs.**
  - **Les répondants se sont largement prononcés en faveur d'une réglementation ad hoc (V. synthèse du 22 févr. 2018).**
  - **L'AMF a également ouvert un programme de recherche dénommé « Unicorn » (*Universal Node to ICO's Research & Network*).**



# Plan

- **I. Nature juridique**
- **II. Régime juridique**



# I. Nature juridique

- **A. Qualifications envisageables**
- **B. Qualifications retenues**



# A. Qualifications envisageables

- **1. Instruments financiers**
- **2. Financement participatif**
- **3. Intermédiaires en biens divers**



# 1. ICOs et instruments financiers

- Selon l'article L. 211-1. - I du code monétaire et financier, **les instruments financiers sont**
- - **les titres financiers et**
- - **les contrats financiers.**

# 1.1. ICOs et titres financiers

- L'article L. 211-1. - II du code monétaire et financier dispose que sont des titres financiers: les titres de capital, les titres de créance et les parts ou actions d'organismes de placement collectif.
- Si les offres de tokens présentent des caractéristiques similaires à celles des titres financiers, elles relèveront de la **réglementation relative aux offres au public de titres financiers, lesquelles imposent aux émetteurs - sauf exceptions - de rédiger un prospectus visé par l'AMF.**
- **De plus, selon l'article 1841 du code civil, il est interdit aux sociétés n'ayant pas été autorisées par la loi de procéder à une offre au public de titres financiers sous peine de nullité des contrats conclus ou des titres émis.** Il y a lieu de s'interroger alors sur la mise en œuvre de cet article s'agissant des ICOs.

# 1.1.1. ICOS et titres de capital

- La qualification de titre de capital n'est pas applicable à la plupart des tokens émis.
- Aucun token n'offre l'intégralité des droits associés aux titres de capital : c'est-à-dire des droits pécuniaires et des droits extra-pécuniaires.
- En particulier, certains tokens confèrent des droits sur les « profits » de l'émetteur. Mais, ils ne donnent pas accès au capital d'une société commerciale. Leur détention n'offre pas la possibilité de partager des dividendes ou un boni de liquidation.
- Si le *smart contract* prévoyait, dès le départ, un tel versement de dividendes ou de bénéfices, cette disposition tomberait, d'ailleurs, sous le coup de la prohibition des clauses léonines.



## 1.1.2. ICOs et titres de créance

- Les titres de créance sont définis à l'article L. 213-0-1 du code monétaire et financier, aux termes duquel « **les titres de créance représentent chacun un droit de créance sur la personne morale ou le fonds commun de titrisation qui les émet** ».
- Un titre de créance s'entend **d'une créance représentative d'une somme d'argent.**
- Or, aucune ICO n'a donné lieu à l'émission de tokens conçus comme étant la créance de remboursement d'un prêt.

## **1.1.3. ICOs et parts ou actions d'OPC**

- **Les ICOs n'ont pas pour objet la gestion d'un portefeuille de titres financiers et de dépôts pour le compte d'investisseurs, mais sont considérés comme étant des opérations de financement d'un projet de nature industrielle ou commerciale.**



## 1.2. ICOs et contrats financiers


- Il convient de ne pas écarter d'emblée cette qualification et de procéder à une analyse au cas par cas des droits conférés par le token de manière à déterminer s'il peut relever d'une des catégories de contrats financiers énumérées à l'article D.211-1 A du code monétaire et financier.

## 2. ICOs et financement participatif

- Les ICOs pourraient également être considérées comme **un nouvel avatar du financement participatif** dans la mesure où ces deux activités permettent à un porteur de projets de solliciter une communauté d'internautes à travers une plateforme afin de collecter des fonds.
- **Mais les opérations de financement participatif donnent lieu à un conseil en investissement et sont réalisées sur des sites satisfaisant à des conditions réglementaires. Or, les initiateurs d'ICO ne fournissent pas de conseils.**

# 3. ICOs et intermédiaire en biens divers

- Selon l'article L. 550-1. I. – Est un intermédiaire en biens divers : 1° **Toute personne qui, directement ou indirectement, par voie de communication à caractère promotionnel ou de démarchage, propose à titre habituel à un ou plusieurs clients ou clients potentiels de souscrire des rentes viagères ou d'acquérir des droits sur des biens mobiliers ou immobiliers lorsque les acquéreurs n'en assurent pas eux-mêmes la gestion ou lorsque le contrat leur offre une faculté de reprise ou d'échange et la revalorisation du capital investi »**
- Toutefois, il est discutable d'assimiler une opération d'ICO à une activité d'intermédiation en biens divers. L'initiateur d'une ICO n'est pas un intermédiaire. De plus, il ne réalise pas cette activité à titre habituel.
- Enfin, les acquéreurs de tokens assurent eux-mêmes la gestion de ces derniers. Aucun Livre blanc (white paper) ne leur offre une faculté de reprise ou d'échange et la revalorisation du capital investi.

- 
- Selon l'article L. 550-1. - II, « Est également un intermédiaire en biens divers toute personne qui **propose à un ou plusieurs clients ou clients potentiels d'acquérir des droits sur un ou plusieurs biens en mettant en avant la possibilité d'un rendement financier direct ou indirect ou ayant un effet économique similaire** ».
  - Or, très peu de *white papers* mettent en avant une valorisation possible des tokens.
  - De toute façon, certaines conditions d'accès à l'activité d'intermédiation en biens divers ne seraient guère adaptées en l'espèce (souscription d'une assurance de responsabilité civile professionnelle et d'une assurance couvrant les biens divers ; ouverture d'un compte dédié à l'opération auprès d'un établissement de crédit habilité à exercer son activité en France ; contrôle par l'AMF préalablement à toute communication à caractère promotionnel ou à tout démarchage).

## B. Qualifications retenues

- Il y a deux grandes catégories.
- **1. Les tokens dits d'usage (*utility token*).** Il s'agit de tokens qui octroient un droit d'usage à leur détenteur en leur permettant d'utiliser la technologie et/ou les services distribués par le promoteur d'ICO. Ce type d'émission de tokens dits « d'usage » permet aux émetteurs de s'adresser à la fois à des financeurs de leur projet d'entreprise mais également à une clientèle souhaitant recourir aux services qu'ils souhaitent développer.
- **2. Les tokens offrant des droits politiques ou des droits financiers (*security token*).** Il s'agit de tokens qui ont pour objet d'octroyer à leur détenteur des droits financiers ou des droits politiques. Seule **une petite minorité d'ICOs** donne lieu à l'émission de tokens conférant ce type de prérogatives.



## **II. Régime juridique**

- A. Options possibles**
- B. Options souhaitables**




# A. Options possibles

- En France, l'Autorité des marchés financiers a lancé, le 26 octobre 2017, une consultation sur les différentes options possibles d'encadrement des ICOs. Il y en avait trois :
- - le *statu quo* réglementaire et la définition de bonnes pratiques (option 1);
- - la réglementation des ICOs dans le cadre juridique existant en matière de prospectus (option 2) ;
- - l'adoption d'une réglementation *ad hoc* (option 3). Cette option a été plébiscitée par près de deux-tiers des répondants (V. synthèse de la consultation du 22 février 2018). Toutefois il s'agira d'un régime optionnel.

## B. Options souhaitables

- Dans l'hypothèse de la mise en place d'un régime optionnel, **les initiateurs d'ICO s'adressant au public français pourraient obtenir un visa de l'AMF, sous réserve de respecter certaines conditions et d'offrir certaines garanties aux investisseurs.**
- **Une attention particulière serait apportée au Livre blanc (*white paper*), ce document d'information mis à la disposition des acheteurs de tokens en phase de pré-émission.**

- 
- **De nombreuses questions restent encore à l'étude.**
  - Il s'agit de la **standardisation du white paper**, de son contenu, de la validation de ce dernier par des experts indépendants, de l'information sur les porteurs de projets, des risques encourus et de la valorisation du token, du séquestre des fonds levés.
  - **Citons également la transparence lors des phases de pré-vente et de vente, ainsi que les informations post-ICO à communiquer aux souscripteurs.**
  - De plus, devront être abordées la **cybersécurité et la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme.**
  - Enfin, les **traitements comptable et fiscal des fonds levés** devront être précisés.