

DOCUMENT DE CONSULTATION SUR LES *INITIAL COIN OFFERINGS* (ICOs)

Ce document de consultation porte sur les *Initial Coin Offerings* (ICOs). Il comprend une présentation des ICOs, un avertissement sur les risques que présentent ces opérations, une analyse juridique des ICOs au regard des règles dont l'AMF assure le respect, ainsi que les options de régulation des ICOs envisagées par l'AMF. La consultation est ouverte du 26 octobre au 22 décembre 2017. Les contributions sont à envoyer à : directiondelacomunication@amf-france.org.

1. INTRODUCTION ET CONTEXTE DE LA CONSULTATION

Les *Initial Coin Offerings* (ci-après les « ICOs ») sont des opérations de levées de fonds¹ effectuées à travers une technologie de registre distribué (DLT²) qui donnent lieu à une émission de jetons (« *tokens* »). Ces opérations ont connu récemment un succès croissant et suscitent une attention médiatique significative. En France, plusieurs opérations ont déjà été réalisées pour des montants de plus en plus importants.

Plus largement, l'essor des technologies de registre distribué (DLT) ces dernières années a conduit à l'émergence d'un écosystème dit « *Blockchain* » qui comprend plusieurs types d'acteurs proposant la fourniture de services financiers³ via des environnements « DLT ». La montée en puissance de ces technologies soulève un certain nombre de questions, sur le plan juridique notamment.

Le paysage des services financiers est actuellement confronté à l'émergence de ces technologies qui revêtent différentes formes dans leur usage, et qui sont développées ou mises en œuvre aussi bien par des start-ups que par des acteurs historiques.

Compte tenu du caractère innovant et disruptif de cette technologie dans le domaine des services financiers, et de la croissance rapide de l'écosystème « *Blockchain* », il semble opportun d'appréhender, en retenant une approche globale, le phénomène des ICOs et ses conséquences pratiques.

Sur le plan juridique, les ICOs soulèvent de nombreuses interrogations, en particulier quant à la qualification et à l'appréhension, au regard du droit positif, des opérations et instruments résultant de ce nouveau paradigme, à la fois économique et technologique.

La présente consultation sur les ICOs constitue une première étape dans l'appréhension par l'AMF de ces nouveaux enjeux.

1.1. Définitions et premiers constats sur les *Initial Coin Offerings*

¹ Afin de simplifier la présentation et de faciliter la compréhension du lecteur, le parti a été pris, dans la présente consultation, d'utiliser, d'une part, des termes tels que « monnaie », « fonds », « sommes », etc. pour désigner aussi bien les monnaies ayant cours légal que les crypto-monnaies ainsi que, d'autre part, des termes tels que « achat », « prix », « vente », etc. pour désigner le transfert de propriété des *tokens*, que celui-ci résulte effectivement d'un achat par une monnaie ayant cours légal ou qu'il résulte d'un échange contre de la crypto-monnaie. L'AMF rappelle toutefois que le versement de sommes d'argent en France est réglementé. En effet, conformément à l'article L. 111-1 du code monétaire et financier, la monnaie de la France est l'euro et, conformément à l'article 1343-3 du code civil, le paiement, en France, d'une obligation de somme d'argent s'effectue en euros ou (dans des cas limitatifs) dans « une autre devise ». La présente consultation ne signifie pas que l'AMF assimile les crypto-monnaies sans cours légal à des devises permettant un paiement. En particulier, l'AMF tient à souligner que les risques d'investissement dans une devise, qui bénéficie d'un cours légal dans son pays d'émission, ne sont pas comparables aux risques d'investissement dans une crypto-monnaie sans cours légal.

² Distributed Ledger Technology.

³ Applications dans le domaine des paiements, du marché des taux, des processus « Know your customer » (KYC), du financement du commerce international, et applications liées au stockage des données (cloud), etc.

Les ICOs sont des émissions de jetons (ou « *tokens* ») en vue de lever des fonds par offre au public. Elles sont appelées ainsi en raison de leurs similitudes avec les introductions en bourse classiques, appelées en anglais *Initial Public Offerings* (« IPOs »), lesquelles consistent à émettre des titres de capital pour lever des fonds par offre au public. Pour autant, les ICOs sont des opérations de nature spécifique qui diffèrent des IPOs en ce qui concerne notamment la nature des droits acquis par les investisseurs, les jetons n'ayant pas *a priori* de caractéristiques analogues à celles des titres de capital.

Les ICOs représentent un nouveau mode de financement, fondé sur la technologie *Blockchain*, généralement utilisé par des FinTechs ou des communautés de développeurs. L'opération d'ICO est réalisée via une application de tenue de registre décentralisé, partagée par ses utilisateurs. Cette opération est ainsi réalisée, en principe, sans intermédiaire financier.

La levée de fonds sert à monter ou développer un projet prédéfini par les développeurs à l'origine de l'opération d'ICO. Ces projets peuvent être de différentes natures mais, d'une manière générale, il s'agit de projets technologiques complexes qui s'adressent en premier lieu à un public averti, technophile, susceptible de comprendre l'univers d'économie et d'investissement dont il est question, mais qui peuvent également s'adresser au grand public.

La contrepartie, pour ceux qui investissent dans les jetons virtuels émis lors de l'opération d'ICO, peut prendre plusieurs formes en fonction des règles prévues pour l'ICO concernée. Les détenteurs de jetons bénéficient généralement, à un certain niveau de maturité du projet :

- de fruits (au sens des dispositions du code civil), 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.

Les ICOs et les jetons émis dans le cadre de telles opérations peuvent ainsi être de différentes natures et donner lieu à des droits ou prérogatives disparates.

Une campagne d'ICO se déroule généralement en trois étapes.

Étape 1 : Annonce de l'ICO

Les ICOs font généralement l'objet d'une annonce sur internet, à travers la publication d'un « *executive summary* » qui synthétise l'objectif poursuivi. Ces éléments permettent de recueillir les réactions et les commentaires de la communauté d'utilisateurs. Certaines ICOs font parfois l'objet de publicité dans les médias.

Étape 2 : Publication de l'offre

La plupart des émetteurs ou communautés émettrices fournissent un « plan » ou « *white paper* » sur internet, qui indique notamment et d'une manière générale :

- la nature du projet et les fonds nécessaires à l'achèvement du projet ;
- les membres de la communauté ou de la société créée ;
- le type de jetons et la quantité de jetons que les porteurs du projet conserveront pour eux-mêmes ;
- les objectifs à atteindre et la feuille de route ;
- les types d'actifs de règlement acceptés (monnaies légales et/ou crypto-monnaies) ;
- la durée de la campagne de l'ICO.

Étape 3 : Vente des jetons

Les jetons sont émis de manière automatisée en contrepartie d'un virement par l'investisseur dans la monnaie demandée. Les investisseurs achètent ainsi les jetons émis qui représentent un « intérêt » (ou

une « valeur ») attaché à l'émetteur ou la communauté émettrice, sans pour autant que ce jeton confère des droits assimilables à ceux dont disposent classiquement les actionnaires (absence de droits financiers ou politiques classiques).

Les jetons créés et émis dans le cadre d'une ICO peuvent ensuite, en fonction du succès de l'ICO, faire l'objet d'échanges sur des marchés secondaires constitués par des plateformes d'échanges sur internet. Les jetons sont conçus pour être fongibles et transférables. L'acquisition de jetons dans le cadre d'une ICO ou sur les marchés secondaires revient à investir dans le projet de l'émetteur ou de la communauté utilisatrice.

Au niveau mondial, les ICOs rencontrent un succès croissant. En un an, les montants levés par les ICOs ont augmenté de manière pratiquement exponentielle. Au 4^{ème} trimestre 2016, les montants levés étaient de l'ordre du million d'euros, au 1^{er} semestre 2017 de l'ordre de dizaines de millions d'euros, au 3^{ème} trimestre, plusieurs ICOs ont levé des centaines de millions d'euros.

Il convient toutefois d'être prudent au sujet des chiffres avancés, étant donné qu'il n'existe pas de source d'information fiable. Néanmoins, au total, de janvier à septembre 2017, environ 1,5 milliards d'euros auraient été levés au niveau mondial dans le cadre d'ICOs⁴. En prenant en considération les marchés secondaires des jetons issus des ICOs, la capitalisation de marché totale des jetons atteindrait, en ordre de grandeur, 5 milliards d'euros à la date de la présente consultation.

En France, au moins quatre émissions de jetons ont été réalisées à la date de la présente consultation et plusieurs autres projets d'ICO à venir ont d'ores et déjà été portés à la connaissance de l'AMF. Parmi les opérations déjà réalisées :

- deux ICOs ont été faites par des sociétés déjà constituées en France ;
- une ICO a été réalisée par un groupe de personnes qui a créé une société en France quelques semaines après son ICO ;
- enfin, une ICO a été réalisée par un groupe de personnes situées en France qui pourraient créer une société en France prochainement.

Les montants levés *via* ces quatre ICOs totaliseraient en ordre de grandeur 80 millions d'euros. La capitalisation des marchés secondaires des jetons correspondants a atteint environ 350 millions d'euros à la date de la présente consultation.

Il est important de souligner que les ICOs sont un phénomène mondial. Hormis le cas où l'émetteur ou la communauté émettrice interdit l'achat de jetons à des citoyens de certaines juridictions, les ICOs constituent une forme d'appel à l'épargne publique sur l'ensemble du réseau internet, lequel est par essence transfrontalier. A ce constat, s'ajoute le fait que les émetteurs ou communautés émettrices n'indiquent pas systématiquement leur localisation. Rien ne permet d'exclure que certaines communautés ayant recours aux ICOs soient localisées dans plusieurs pays et soient ainsi à considérer comme « multinationales » voire même « apatrides », à défaut d'éléments tangibles permettant de les localiser ou de définir la législation dont relève leur émission.

Les différentes autorités qui se sont exprimées, au niveau international, au sujet des ICOs ont toutes alerté sur les risques que présentent les ICOs pour les investisseurs. Par ailleurs, elles ont adopté des approches disparates, qui peuvent être classées en trois catégories distinctes⁵ :

- certaines autorités ont prononcé une interdiction des ICOs, tels que les régulateurs de Chine⁶ et de Corée du Sud⁷, constatant notamment que de nombreuses fraudes ou arnaques avaient eu lieu ;
- plusieurs autorités ont adopté une approche au cas par cas et à droit constant, avec des nuances :

⁴ Soit environ 1,8 milliards de dollars américains.

⁵ Cette présentation synthétique n'est pas exhaustive et ne fait pas état de la totalité des réponses apportées par des autorités étrangères au phénomène des ICOs.

⁶ Déclaration de la Banque de Chine et de six autres organismes de régulation chinois du 2 septembre 2017.

⁷ Déclaration de la Commission des services financiers de la Corée du Sud du 29 septembre 2017.

- l'Autorité européenne des marchés financiers⁸ (AEMF), la Financial Conduct Authority⁹ (FCA) au Royaume-Uni et l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) en Suisse¹⁰ considèrent que certaines ICOs sont appelées à entrer dans le cadre légal existant relatif aux offres au public de titres financiers ou de la commercialisation d'instruments financiers, tandis que d'autres ICOs échappent à la réglementation existante, sans précision à ce stade sur les critères permettant de catégoriser les différentes ICOs ;
 - aux Etats-Unis, la Securities and Exchange Commission (SEC) a considéré, à propos d'un cas concret d'ICO¹¹, que les jetons émis dans le cadre de celle-ci constituaient des « actifs financiers »¹² et par conséquent que l'opération d'ICO était régie par les lois fédérales américaines¹³ dans le cas d'espèce. La SEC a précisé que les lois fédérales s'appliquent à tout « actif financier », quel que soit son mode de distribution ;
 - en Allemagne, la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) a fait savoir qu'au regard du droit national (loi bancaire), les crypto-monnaies sont des instruments financiers. La BaFin régule les prestataires qui fournissent des services d'investissement sur monnaie virtuelles comme elle le fait pour les actions, les dérivés ou les contrats sur devises. Elle n'a cependant pas pris de position générale sur les ICOs à ce jour ;
 - la Monetary Authority of Singapore (MAS)¹⁴ a indiqué qu'elle régule les ICOs au titre du droit existant¹⁵ dans le cas où les jetons sont des produits régulés, en rappelant cependant qu'elle ne régule pas les crypto-monnaies ;
- d'autres autorités ont indiqué qu'à ce stade, elles ne régulent pas les ICOs, à tout le moins pas avant d'en avoir une connaissance approfondie. C'est notamment le cas de l'Australian Securities and Investments Commission (ASIC), qui précise avoir une approche neutre par rapport à la technologie concernée et de la Gibraltar Financial Services Commission¹⁶ (FSC), qui entend publier des guidelines en 2018 et faire de Gibraltar un lieu propice au développement des ICOs.

Par ailleurs, la Banque centrale de Lituanie a déclaré que les ICOs ne sont pas régulées, mais que dans certains cas il faudrait qu'elles le soient régulées dans la mesure où la vente de jetons est faite auprès d'investisseurs non professionnels et compte tenu des risques élevés de perte en capital pour ces derniers¹⁷.

1.2. Objectifs de la consultation

A partir de ces premiers constats, dans la mesure où les opérations d'ICO font appel public à l'épargne et s'adressent à une communauté, notamment d'internautes, très large, il paraît nécessaire d'examiner dans quelle mesure, et dans quelles conditions, certaines de ces opérations d'ICO pourraient relever de règles dont l'AMF assure le respect.

La présente consultation vise à recueillir les observations, commentaires et avis des acteurs, professionnels et investisseurs potentiels sur les questions qui se posent en matière d'ICO.

⁸ Déclarations de l'AEMF relatives par l'AGEFI le 5 octobre 2017.

⁹ Voir publication de la FCA en date du 12 septembre 2017 : <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>.

¹⁰ Voir publication de la FINMA en date du 29 septembre 2017: <https://www.finma.ch/fr/news/2017/09/20170929-mm-ico/>

¹¹ Voir publication de la SEC en date du 25 juillet 2017 : <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-131>

¹² La SEC se fonde sur le « test Howey » pour déterminer ce qui est un « actif financier » relevant des lois fédérales. Les « actifs financiers » recouvrent la notion de « contrat d'investissement ». Un « contrat d'investissement » est un investissement financier dans une entreprise avec une attente raisonnable de profits à tirer des efforts entrepreneuriaux ou managériaux d'autrui (source : <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>, page 11).

¹³ A ce titre, ces actifs numériques et leurs émetteurs doivent se conformer à la réglementation fédérale en matière d'enregistrement, de protection des consommateurs, d'information, de sécurité et d'intégrité des marchés.

¹⁴ Voir publication de la MAS du 1^{er} août 2017 :

<http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2017/MAS-clarifies-regulatory-position-on-the-offer-of-digital-tokens-in-Singapore.aspx>

¹⁵ La MAS fait référence au Securities and Futures Act (Cap. 289) (SFA).

¹⁶ Voir publication de la Gibraltar Financial Services Commission du 22 septembre 2017 disponible au lien suivant : <http://www.fsc.gi/news/statement-on-initial-coin-offerings-250>

¹⁷ Déclarations de la Banque centrale de Lituanie en date des 10 et 11 octobre 2017 : <https://www.lb.lt/en/news/bank-of-lithuania-announces-its-position-on-virtual-currencies-and-ico>

Son objectif vise à étudier les réponses qui pourraient être apportées en l'état actuel du droit, et à explorer les différentes pistes qui pourraient permettre d'encadrer ces opérations sur la base de bonnes pratiques observées sur le marché, selon les trois options décrites ci-après (cf. *infra*, section 4).

1.3. Délai de consultation

Les participants à la consultation sont invités à faire part de leurs réponses et commentaires au plus tard le **22 décembre 2017** à l'adresse suivante : directiondelacommunication@amf-france.org.

2. AVERTISSEMENT A L'ATTENTION DES INVESTISSEURS POTENTIELS

Les investissements en *tokens*, jetons ou tout autre instrument émis dans le cadre d'ICOs comportent des risques très significatifs et pour partie imprévisibles. En particulier, l'attention des investisseurs potentiels est attirée sur les risques suivants :

- **Absence de réglementation**

Au regard de la législation en vigueur et compte tenu de la structuration de ces levées de fonds, il apparaît que de nombreuses ICOs échappent à toute réglementation en France. Il en résulte notamment que les investisseurs ne bénéficient, dans ce cas, d'aucune des garanties associées aux introductions en bourse sur des marchés financiers réglementés ou aux autres placements financiers régulés par l'AMF. De même, certaines ICOs structurées à l'étranger, dont les *tokens* peuvent être achetés par des épargnants français, ne font pas non plus l'objet de réglementation dans leur pays d'origine.

Dans d'autres cas, les ICOs pourraient relever d'une réglementation, en France ou à l'étranger, qu'elles ne respectent pas nécessairement. Ces offres pourraient être considérées comme illégales en France ou à l'étranger.

En tout état de cause, **il appartient aux initiateurs et/ou promoteurs d'ICOs de vérifier que les levées de fonds qu'ils organisent ou promeuvent respectent l'ensemble des réglementations applicables le cas échéant**, notamment les dispositions relatives aux offres au public de titres financiers et aux intermédiaires en biens divers.

- **Risques associés à la documentation d'information**

En l'absence de réglementation, la seule information détaillée accessible aux investisseurs est généralement la documentation commerciale ou *white paper* qui présente l'ICO concernée. En l'état de la législation en vigueur, cette documentation ne répond généralement à aucune exigence légale. Elle peut comporter des inexactitudes ou omissions significatives, et présenter certaines réalités ou prévisions de manière partielle ou excessivement optimiste. Elle peut notamment omettre d'indiquer quelles sont les personnes juridiquement responsables de l'offre et quelle serait la juridiction compétente en cas de litige. **Cette documentation ne peut, en aucun cas, être assimilée à un document d'information soumis à un contrôle préalable de l'AMF.**

- **Risques de perte en capital**

Le capital investi dans les ICOs n'est pas garanti. Les investissements en *tokens*, jetons ou tout autre instrument émis dans le cadre des ICOs présentent un risque significatif de perte en capital. Les risques financiers encourus par les investisseurs peuvent ne pas être précisés dans la documentation d'information.

- **Risques de volatilité ou d'absence de marché**

La valeur des *tokens*, comme celle des crypto-monnaies en général, peut être extrêmement volatile, sujette à des variations considérables et largement imprévisibles. En outre, le ou les marché(s) sur le(s)quel(s) se négocient ces *tokens* ne bénéficie(nt) pas des garanties généralement applicables aux marchés financiers.

En outre, il est possible qu'aucun marché de revente des *tokens* ne se développe, de sorte que les détenteurs de *tokens* ne puissent pas les revendre ou ne puissent les revendre qu'à des conditions non satisfaisantes.

- **Risque d'escroquerie ou de pratiques de blanchiment**

Les promoteurs ou initiateurs d'ICOs pourraient ne pas utiliser les fonds levés conformément à ce qu'ils ont annoncé. A l'échelle internationale, certaines ICOs ont donné lieu à des montages frauduleux ou à des escroqueries. En outre, certaines de ces opérations sont impliquées dans des activités de blanchiment d'argent, éléments confirmés par un rapport de la cellule Tracfin publié en 2014. Pour cette raison, certains régulateurs étrangers ont décidé d'interdire les ICOs (cf. *supra*). L'AMF alerte sur le fait qu'il appartient à tout émetteur de *tokens* de s'assurer qu'il ne facilite ou permet ni le blanchiment d'argent, ni le financement du terrorisme par son opération.

- **Risques associés aux projets financés**

Les projets financés par les ICOs sont généralement à un stade très précoce de leur développement et n'ont, dans certains cas, pas encore connu d'application concrète. Leur plan d'affaires (*business plan*) peut ne pas avoir fait l'objet d'une analyse ou d'une vérification par un tiers indépendant. En outre, les plans d'affaires comportent de nombreuses hypothèses ainsi que des anticipations et prévisions financières qui peuvent se révéler optimistes, inexactes ou erronées. Enfin, il n'existe aucune garantie que ces projets seront ou pourront être menés à terme et/ou connaître le succès escompté.

Au-delà des recherches et vérifications indépendantes qu'il leur est recommandé de mener, les investisseurs potentiels sont invités à :

- considérer et analyser minutieusement chacun des risques exposés ci-dessus avant de prendre une décision d'investissement. Ces risques ne sont présentés qu'à titre indicatif et ne reflètent pas nécessairement l'ensemble des risques associés à l'acquisition de *tokens* ;
- obtenir des informations précises sur le projet financé par l'ICO et sur la ou les personnes qui proposent l'acquisition de *tokens* (existence d'une société, pays d'établissement, règles d'organisation, expériences passées, etc.) ;
- interroger les promoteurs de l'ICO ou les revendeurs de *tokens* sur l'étendue des risques associés, notamment sur la responsabilité juridique encourue par les souscripteurs ;
- se renseigner sur la valorisation des *tokens* proposés et sur les modalités de leur revente.

3. LA REGLEMENTATION DES INITIAL COIN OFFERINGS AUJOURD'HUI

Compte tenu de la grande diversité des ICOs et des *tokens* émis dans ce cadre, la réglementation éventuellement applicable à ces opérations ne peut, à ce jour, être déterminée qu'au cas par cas. La plupart des offres dont l'AMF a connaissance ne semble toutefois pas relever, en principe, des règles dont l'AMF assure le respect et qui régissent en particulier l'offre au public de titres financiers, le financement participatif en titres, les placements collectifs ou l'intermédiation en bien divers.

L'analyse juridique¹⁸ des *tokens* est délicate en raison, d'une part, de la diversité des instruments émis, lesquels peuvent donner lieu, le cas échéant, à des droits politiques ou financiers variables et disparates selon la structuration des ICOs¹⁹ et, d'autre part, de l'absence de régime légal spécifiquement prévu pour encadrer ce type d'instruments. En outre, aucune jurisprudence n'est venue, pour l'heure, préciser la nature juridique des *tokens*.

3.1. ICOs et titres financiers

Dans la mesure où les ICOs peuvent s'apparenter à des levées de fonds auprès du public, il importe de se demander si de telles offres de *tokens* ne sont pas susceptibles de relever de la réglementation relative aux offres au public de titres financiers, lesquelles imposent aux émetteurs - sauf cas de dérogation - de rédiger un document d'information de présentation de l'offre (« prospectus ») visé par l'AMF.

En droit français, les « titres financiers » sont définis au II de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier qui énonce, de manière limitative :

- « II. – Les titres financiers sont :
1. Les titres de capital émis par les sociétés par actions ;
 2. Les titres de créance ;
 3. Les parts ou actions d'organismes de placement collectif. »

Au regard des ICOs intervenues en France dont l'AMF a eu connaissance, il paraît difficile de considérer que les *tokens* émis dans ce cadre puissent être qualifiés de titres de capital au sens de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier. En effet, les émetteurs de *tokens*, qui sont rarement dotés d'une personnalité morale, ne possèdent pas de capital social à proprement parler. Si certains des *tokens* émis lors de ces ICOs possèdent certains attributs des titres de capital (certains *tokens* confèrent ainsi des droits de vote, voire certains droits sur les « profits » de l'émetteur), ils ne donnent pas accès au capital d'une société commerciale. La qualification juridique de titres de capital ne paraît pas impossible, cependant, si les *tokens* venaient à conférer des droits politiques et financiers analogues à ceux classiquement attribués aux actions ou aux actions de préférence. Notons que le fait que l'émetteur des *tokens* ne possède pas de personnalité morale ne saurait être considéré comme un obstacle nécessairement dirimant à la qualification de titres financiers. Il pourrait être considéré que de telles entités constituent en pratique des sociétés créées de fait.

La question se pose également de savoir si les *tokens* peuvent constituer des 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 ». Dans une approche classique, il est largement considéré qu'un titre de créance s'entend au sens étroit d'une créance représentative d'une somme d'argent. En ce sens, aucune des ICOs dont l'AMF a eu connaissance n'a donné lieu à l'émission de *tokens* assimilables à des titres de créances ou à des instruments conçus comme la créance de remboursement d'un prêt ou donnant droit aux souscripteurs à un remboursement monétaire à la charge de l'émetteur. La notion de titre de créance ne paraît donc pas, en l'état de la jurisprudence et au regard des ICOs dont l'AMF a eu connaissance, de nature à qualifier les *tokens* sur le plan juridique. Un tel constat pourrait cependant être amené à évoluer si l'idée selon laquelle la « créance » peut avoir un objet autre qu'une somme d'argent venait à prévaloir.

Comme indiqué plus en détail ci-après, les *tokens* ne paraissent pas, dans la plupart des cas, pouvoir être qualifiés de parts ou actions d'organismes de placement collectif au sens de l'article L. 211-1 du code

¹⁸ L'objet de la présente analyse n'est pas de qualifier juridiquement, au regard de l'ensemble du droit positif, les ICOs ou les *tokens* émis dans ce cadre, une telle qualification relevant, le cas échéant, des juridictions compétentes. Il s'agit essentiellement d'analyser si les ICOs et les *tokens* émis en France dont l'AMF a eu connaissance sont susceptibles de relever des principales règles dont l'Autorité assure le respect.

¹⁹ Les *tokens* confèrent principalement un droit d'usage (d'un bien, d'une technologie ou d'un service) à leurs détenteurs. Certains *tokens* confèrent également - sans que cela soit nécessaire - des droits politiques et/ou financiers à leurs détenteurs.

monétaire et financier, de sorte que la notion de titres financiers ne paraît pas, en principe, de nature à qualifier les *tokens*.

En conséquence, dans la mesure où ils ne semblent pas pouvoir, en principe, être qualifiés de titres financiers, les *tokens* émis en France dont l'AMF a eu connaissance ne devraient pas relever de la réglementation française relative à l'offre au public de titres financiers. Cette approche pourrait être différente dans le cas d'ICOs donnant lieu à l'émission de *tokens* conférant des droits analogues ou assimilables à ceux que donnent les titres financiers (incorporant des droits politiques et/ou financiers).

3.2. ICOs et financement participatif

Les conseillers en investissements participatifs (« CIP ») et certains prestataires de services d'investissement (« PSI ») réalisent des opérations de *crowdfunding* au moyen de sites internet. Ces opérations portent sur des instruments financiers ou des minibons, donnent lieu à un conseil en investissement et sont réalisées sur des sites satisfaisant à certaines conditions réglementaires ou sont réservées à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs. Or, les *tokens* n'étant pas, en principe, des instruments financiers ni des minibons, aucun conseil en investissement n'est fourni dans le cadre des ICOs, les offres ne sont pas réalisées par l'intermédiaire de sites satisfaisant aux conditions réglementaires, ni réservées à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs. Dès lors, le régime dont relèvent les CIP ne semble pas, en l'état, devoir s'appliquer aux ICOs.

3.3. ICOs et placements collectifs

3.3.1. Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (« OPCVM »)

Les OPCVM sont des entités dotées ou non de la personnalité morale (SICAV ou FCP) qui obéissent à de fortes contraintes réglementaires, dont l'objet exclusif est de détenir et de gérer un portefeuille d'instruments financiers ou de dépôts pour le compte d'une collectivité d'investisseurs non professionnels. Or, les ICOs ne sont généralement pas présentées comme ayant pour objet la gestion d'un portefeuille de titres financiers et de dépôts pour le compte d'investisseurs, mais comme des opérations de financement d'un projet de nature industrielle ou commerciale, de telle sorte qu'il paraît peu probable qu'une « communauté » de souscripteurs de *tokens* puisse dans le cadre d'une ICO être considérée comme un OPCVM.

3.3.2. Fonds d'investissement alternatifs (« FIA »)

Les FIA sont des placements collectifs autres que des OPCVM qui « lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, dans l'intérêt de ces investisseurs, conformément à une politique d'investissement que ces FIA ou leurs sociétés de gestion définissent ». Le FIA ne peut avoir un objet commercial ou industriel général. Il lève des capitaux en vue de les investir conformément à une politique d'investissement définie relative aux modalités de gestion des actifs regroupés au sein du FIA en vue de générer un rendement collectif pour les investisseurs.

Or, les ICOs sont généralement présentées comme des levées de capitaux destinées à financer un projet de nature industrielle ou commerciale et non à mettre en œuvre une politique de gestion d'actifs en vue de générer un rendement pour les investisseurs, même si ces opérations peuvent, le cas échéant, aboutir à des rendements individuels en cas d'accroissement de la valeur des *tokens*. Pour autant, il n'est pas exclu que certains types d'ICOs puissent répondre à la qualification de FIA.

3.3.3. Autres placements collectifs

Les « Autres placements collectifs » constituent une catégorie spécifique de véhicules d'investissement qui ne sont ni des OPCVM, ni des FIA. Une de leurs particularités est d'être réservée à une seule personne. Or, les ICOs s'adressent par principe à une pluralité de souscripteurs de *tokens*, de telle sorte que la qualification d'« Autre placement collectif » ne devrait pas pouvoir être retenue.

3.4. ICOs et intermédiaires en biens divers

La qualification d'intermédiaire en biens divers 1 et 2 fait appel à la notion de « bien ». Il n'existe pas de définition légale du bien mais il est communément admis qu'un bien serait toute chose susceptible d'être appropriée et qui présente une certaine utilité économique permettant sa circulation. Ces critères seraient susceptibles d'être applicables aux *tokens* dans la mesure où ils peuvent être appréhendés par leurs souscripteurs, lesquels les acquièrent à titre onéreux auprès d'un émetteur et peuvent les utiliser pour accéder à certains services ou les céder à un tiers.

- **Intermédiaires en biens divers 1**

Dès lors que les levées de fonds sont proposées à plusieurs personnes en même temps, *via* une annonce sur Internet, des forums ou d'autres supports publicitaires, les ICOs satisfont en général la première série de conditions de la qualification des intermédiaires en biens divers 1 visant « *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* ».

La seconde série de conditions concerne l'objectif de la levée de fonds qui peut consister soit à souscrire des rentes viagères, soit à acquérir des droits sur des biens mobiliers ou immobiliers lorsque les acquéreurs n'en assurent pas eux-mêmes la gestion ou lorsque le contrat offre aux acquéreurs une faculté de reprise ou d'échange et la revalorisation du capital investi.

Il semble que les ICOs peuvent être appréhendées comme permettant à l'investisseur d'acquérir un droit de propriété sur le bien mobilier incorporel que serait le *token*. Enfin, une ICO peut prévoir que les *tokens* seront gérés par une personne autre que l'investisseur ou qu'un programme de rachat des *tokens* sera mis en œuvre.

Il semble, par conséquent, que certaines ICOs pourraient relever du régime des intermédiaires en biens divers 1 dans le cas où elles prévoiraient que les acquéreurs de *tokens* n'en assurent pas eux-mêmes la gestion ou lorsqu'elles offriraient aux acquéreurs une faculté de rachat de leurs *tokens*.

- **Intermédiaires en biens divers 2**

L'intermédiaire en biens divers 2 est « *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* ».

Il peut être considéré qu'une ICO est proposée à plusieurs clients potentiels et vise à permettre à l'investisseur d'acquérir un droit de propriété sur le bien mobilier incorporel que serait le *token*. Dans l'hypothèse où le document d'information (*white paper*) de l'ICO ou les supports publicitaires la concernant mettraient en avant une valorisation possible des *tokens*, l'ICO pourrait relever du régime des intermédiaires en biens divers 2.

Certaines ICOs sont par conséquent susceptibles de relever du régime des intermédiaires en biens divers 2 lorsqu'elles mettent en avant la possibilité d'un rendement financier direct ou indirect.

Questions :

- 3.4.1. Partagez-vous cette analyse ?
- 3.4.2. Pensez-vous, au regard du droit positif, que d'autres éléments caractérisant les ICOs devraient être pris en compte dans l'analyse juridique des *tokens* ?

4. QUELLE RÉGLEMENTATION DES INITIAL COIN OFFERINGS DEMAIN ?

L'analyse juridique menée à ce stade montre que si certaines ICOs pourraient relever d'une réglementation applicable en droit positif, la grande majorité des offres actuelles risque de n'être soumise à aucune réglementation dont l'AMF assure le respect, alors même qu'il y aura bien sollicitation de l'épargne auprès du public, et ce pour des montants pouvant être très significatifs, en crypto-monnaie mais aussi, le cas échéant, en euros.

Dès lors, trois options de régulation positives paraissent envisageables :

4.1. Option 1 : le *statu quo* réglementaire et la définition de bonnes pratiques

Dans cette hypothèse, seules les ICOs relevant des dispositions légales existantes seraient régulées, soit probablement une très petite minorité d'entre elles au regard des caractéristiques des *tokens* analysés. Les autres ICOs échapperaient à toute réglementation en France.

Cette approche serait la plus ouverte au regard de ces offres innovantes et se rapprocherait de certains « bacs à sables » étrangers. Cette absence de réglementation comporterait cependant des inconvénients puisque des levées de fonds très risquées pour le public pourraient être proposées sans garde-fous, pour des montants parfois très élevés. Les investisseurs pourraient en outre s'exposer à des cas d'escroqueries ou de fraudes à grande échelle en France, sans qu'il soit possible de les prévenir.

L'absence de réglementation spécifique aux ICOs pourrait toutefois ne pas être exclusive de la définition par l'AMF de **règles de bonnes pratiques** susceptibles de s'appliquer sur une base volontaire à tout initiateur d'ICO en France. Seraient notamment rappelés les principes généraux des offres au public notamment au regard de la nécessité de présenter clairement à la fois les offres et les risques encourus par les investisseurs. Ces recommandations **ne sauraient néanmoins avoir une force juridique contraignante, faute de réglementation.**

La Place pourrait être associée à la définition de ces règles de bonnes pratiques afin de construire un label de qualité pour les ICOs présentant certaines caractéristiques.

Un travail pourrait être mené par l'AMF avec des représentants des initiateurs d'ICOs, des cabinets de conseil, des experts, etc., pour déterminer une catégorie d'ICOs présentant un certain nombre de garanties pour les investisseurs.

Questions :

- 4.1.1. En l'absence de mise en place d'une réglementation spécifique aux ICOs, seriez-vous favorable à une approche qui reposerait sur un socle commun de bonnes pratiques observées sur le marché ?
- 4.1.2. Seriez-vous favorable à ce que les initiateurs d'ICOs se conforment aux principes et aux bonnes pratiques suivantes ?
 - a. **Rédiger et mettre à la disposition** de tous les souscripteurs potentiels de *tokens* un document d'information relatif à l'offre (*white paper*) ; assurer le cas échéant l'actualisation du document ;
 - b. **Identifier les acteurs de l'ICO**, en désignant dans le document d'information relatif à l'offre (*white paper*) une personne physique ou morale responsable de l'offre et en fournissant de l'information sur les membres importants impliqués dans le projet et leurs compétences (fondateurs, développeurs, conseillers, etc.) ;
 - c. **Cibler** un profil type de souscripteurs auxquels s'adresse la levée de fonds en fonction des risques afférents à l'ICO ;

- d. **Inform**er, dans un document unique, de façon claire, exacte, non trompeuse en fournissant des éléments équilibrés sur :
- **le projet et son évolution** : description du projet à financer, de son objectif le cas échéant industriel et commercial, du calendrier de sa mise en œuvre, des montants minimaux et maximaux escomptés pour la levée de fonds, le nombre de jetons mis en vente au cours de l'ICO et si celui-ci a vocation à évoluer dans le temps et des modalités applicables en cas de sursouscription ou d'offre insuffisamment souscrite, les informations étant actualisées en cas de modifications affectant le projet ;
 - **les contreparties pour le souscripteur, les risques et inconvénients afférents** : nature des droits conférés, traitement différencié des souscripteurs le cas échéant, modalités de valorisation, conditions de liquidité, existence ou non d'un marché secondaire, existence d'un programme de rachat en cas de non atteinte des seuils minimaux et maximaux escomptés pour la levée de fonds, **risques de perte des sommes souscrites** ;
 - **le traitement économique et comptable des fonds collectés** par l'émetteur, en indiquant si une partie des fonds collectés sera utilisée pour rémunérer les porteurs du projet et en précisant clairement qui bénéficiera des gains, et en quelles proportions, si le projet est un succès, et qui subira les pertes et en quelles proportions en cas d'échec du projet ;
 - **les juridictions compétentes en cas de litiges** ;
- e. **S'organiser** en mettant en place des moyens humains et techniques sécurisés, adaptés et proportionnés à l'opération de financement du projet et au succès qu'elle est susceptible de rencontrer ; en prévoyant des règles et des procédures permettant d'assurer une juste valorisation des *tokens*, de prévenir, gérer et divulguer les conflits d'intérêts des personnes en charge de l'émission ; de gérer les réclamations et d'assurer la robustesse et la sécurité des systèmes d'information employés dans le cadre de l'ICO ;
- f. **Agir de manière intègre** en intervenant d'une manière honnête, équitable et professionnelle, qui serve au mieux les intérêts de l'ensemble des souscripteurs ;
- g. **Agir de manière vigilante** en mettant en place des dispositifs rigoureux (notamment de connaissance client (*Know Your Customer* ou KYC)) visant à identifier l'origine des fonds levés pour prévenir le blanchiment, à évaluer les risques de fraude, de blanchiment des capitaux et de financement du terrorisme et à déclarer ses soupçons aux autorités compétentes (notamment à la cellule Tracfin) ;
- h. **Conserver** en mettant en place un système permettant d'assurer la traçabilité et l'archivage des transactions en phases de prévente et de vente de jetons, ainsi que la sauvegarde des droits des souscripteurs sur leurs *tokens* ;
- i. **Confirmer** aux souscripteurs par un avis d'opéré ou équivalent, la bonne réception des fonds et la nature des droits obtenus ;
- j. **Bloquer**, en phase de prévente et de vente de jetons, **les fonds collectés** dans un compte de séquestre, au moyen d'un contrat intelligent (« *smart contract* ») ou tout autre dispositif sécurisé, afin de préserver les droits des souscripteurs et de garantir la bonne allocation des fonds au projet prévu ;

k. **Contrôler** au moyen de procédures permettant de vérifier que l'ICO se déroule en conformité avec les règles fixées ;

- 4.1.3. Quelles autres bonnes pratiques estimez-vous nécessaires d'appliquer aux ICOs ?
- 4.1.4. En ce qui concerne le bénéfice procuré par le jeton, faut-il encadrer ou limiter les types de droits pouvant être associés au jeton (droits politiques, droits financiers, accès à des services associés, droit de propriété, gouvernance, etc.) ?
- 4.1.5. Faut-il promouvoir la limitation de la souscription de jetons à un type d'investisseurs ? Le cas échéant, quels types d'acheteurs devraient selon vous, ne pas être sollicités par ce type d'opération ?
- 4.1.6. En cas de réponse affirmative à la question 4.1.2 a., estimez-vous que le document d'information (*white paper*) devrait être **visé par une autorité, une association professionnelle ou autre institution de référence** présente dans la juridiction où l'opération est organisée ?
- 4.1.7. En cas de réponse affirmative à la question 4.1.2 a., le document d'information (*white paper*) devrait-il faire l'objet d'une validation par un ou plusieurs experts indépendants ? Si oui, de quelle nature seraient ces experts ?
- 4.1.8. En cas de réponse affirmative à la question 4.1.2 a., estimez-vous utile de définir un contenu standard pour le document d'information (*white paper*) ?
- 4.1.9. En cas de réponse affirmative à la question 4.1.2. b., quelles formes de sociétés devraient prendre, selon vous, les entreprises en amont d'une ICO qu'elles réalisent ?
- 4.1.10. La valeur initiale du *token* (prix du jeton unitaire) doit-elle uniquement être appréciée par l'émetteur ? Quelles règles devraient s'appliquer en matière d'évaluation financière du prix des jetons ?
- 4.1.11. En phase de prévente de jetons, peut-il être acceptable de prévoir la prévente de jetons à des prix préférentiels inférieurs au prix initial fixé pour une émission annoncée ? Si oui, une fourchette de prix en phase de prévente devrait-elle être prévue et annoncée ?
- 4.1.12. Faut-il privilégier la transparence des ICOs en période de prévente et de vente pour permettre aux investisseurs potentiels de connaître en temps réels les montants levés dans le cadre de l'ICO ?
- 4.1.13. Les opérations d'ICOs peuvent être le vecteur de **pratiques de blanchiment ou de financement du terrorisme**. Quel dispositif de prévention du blanchiment et de financement du terrorisme devrait selon vous être mis en place ? Quels types de diligences devraient mener les émetteurs de jetons auprès de leurs partenaires, et notamment des plateformes d'échanges de monnaies fiduciaires en actifs numériques ? L'intervention d'un tiers, notamment d'un prestataire de service d'investissement agréé, vous paraît-elle nécessaire ?
- 4.1.14. Faut-il promouvoir un type de modèle économique et comptable pour les fonds collectés lors des ICOs ?
- 4.1.15. Les fonds en crypto-monnaies collectés par l'émetteur de jetons doivent-ils faire l'objet de règles spécifiques (par exemple être placés dans un compte de

séquestre matérialisé par un portefeuille électronique verrouillé par plusieurs signatures) ?

- 4.1.16. Quelles informations devraient recevoir le détenteur de jetons une fois la levée de fonds effectuée, et à quelle fréquence ?
- 4.1.17. Quelles informations devraient être remises aux détenteurs de jetons pour les informer quant au succès ou à l'échec du projet en cours ? Le cas échéant, pensez-vous utile de prévoir des informations relatives à l'existence de programmes de rachat de jetons ou encadrer les modalités, par exemple, de versement de fruits aux détenteurs de jetons ? Inversement, si l'ICO rencontre un succès supérieur à celui escompté, l'émetteur devrait-il prévoir un plafond au-delà duquel les fonds des investisseurs ne seront plus acceptés ?
- 4.1.18. Pensez-vous utile de prévoir un avertissement sur les risques au regard de la nature non régulée des opérations d'ICO ?

4.2. Option 2 : la réglementation des ICOs dans le cadre juridique existant en matière de prospectus

La réglementation « prospectus » s'applique aux offres au public et tous les émetteurs doivent s'y soumettre même si les montants levés sont faibles et les risques maîtrisés. Il pourrait être considéré que les ICOs doivent être fortement encadrées, quelles que soient leur forme et leurs caractéristiques, comme dans le cas des offres classiques, rien ne semblant justifier *a priori* qu'une réglementation plus souple s'applique à ces offres au public très risquées.

Les ICOs seraient alors appréhendées par les textes existants en matière d'offres au public de titres financiers, élargis à cet effet. Ainsi, la réglementation en matière de prospectus serait aménagée pour appréhender les ICOs et les procédures d'instruction et d'octroi d'un visa par l'AMF leur seraient appliquées. Cet aménagement devrait se faire au niveau européen²⁰, et devrait permettre à la fois d'élargir le champ d'application du texte aux offres au public de *tokens* et éventuellement prévoir un aménagement des procédures d'instruction des dossiers puisque cette réglementation a été conçue pour obtenir des prospectus très complets à l'occasion d'émissions de titres financiers réalisées par des sociétés cotées.

Questions :

- 4.2.1 Seriez-vous favorable à l'adoption d'un encadrement des ICOs fondé sur la réglementation « prospectus » actuelle ou celle qui résultera de l'entrée en vigueur du nouveau Règlement prospectus²¹ ?
- 4.2.2 Une réglementation européenne « prospectus » est-elle souhaitable pour encadrer les ICOs ?
- 4.2.3 Le passeport européen est-il utile pour ce type d'offres ?
- 4.2.4 Quels aménagements devraient, le cas échéant, être apportés à cette réglementation pour l'adapter aux caractéristiques et aux risques spécifiques présentés par les ICOs ?

²⁰ Le Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE a été adopté le 14 juin 2017 et entrera en vigueur le 21 juillet 2019.

²¹ Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE.

4.2.5 La réglementation « prospectus », éventuellement aménagée, est-elle compatible avec les exigences de souplesse et de rapidité des ICOs ?

4.3. Option 3 : l'adoption d'une réglementation nouvelle adaptée aux ICOs

Option 3.A : un régime d'autorisation applicable à toutes les ICOs s'adressant au public en France

Une troisième voie consisterait à proposer une législation nouvelle pour réguler ces ICOs de façon adaptée, en considérant que ces offres sont tellement nouvelles et multiformes qu'elles ne peuvent entrer dans aucune réglementation existante de façon satisfaisante. Cette nouvelle réglementation serait proposée en considérant que les bonnes pratiques mises en place le cas échéant (voir option 1 *supra*) ne sont pas suffisantes ou adaptées pour protéger les investisseurs faute de caractère contraignant.

Une nouvelle réglementation serait légitimée par les innovations qu'entraînent ces offres dans le droit français et par la nécessité de prévoir des garanties adaptées aux risques en cause qui ne sont pas les mêmes que ceux existants aujourd'hui dans le cadre des offres au public classiques ou dans le cadre de la commercialisation des biens divers.

La variété des ICOs est telle qu'il semblerait plus judicieux de se tourner vers un **régime d'autorisation préalable spécifique** adapté aux caractéristiques de ces offres telles qu'elles peuvent être observées à la date de cette consultation :

- les ICOs peuvent être mises en œuvre par des personnes dépourvues de personnalité morale ;
- elles proposent le financement de projets faisant intervenir la technologie de la *blockchain* qui ne sont pas à proprement parler « gérés » par une personne responsable mais plutôt par une communauté qui ne correspond pas à une entité juridique ;
- les projets financés par les ICOs ne sont valorisés que par une communauté « scientifique » ou d'experts volontaires sans processus fiable de valorisation du *token* remis à l'investisseur ;
- le *token* acquis par l'investisseur (en crypto-monnaie le plus souvent) a une valeur qui peut être très aléatoire, il confère ou non des droits à l'investisseur, qu'il s'agisse d'un droit d'usage ou d'un service (l'usage de la plateforme informatique par exemple) ou d'un droit sur un bien à créer ou même des droits de vote, voire aucun droit mais seulement un espoir de valorisation du *token* lui-même si le projet financé a du succès et un marché secondaire pour sa revente existe.

Compte tenu de ces caractéristiques il semble qu'une réglementation protectrice des droits des investisseurs pourrait passer par un régime d'autorisation de commercialisation excluant en revanche tout « agrément » de l'initiateur de l'offre, puisqu'aucune profession organisée ne devrait naître dans ce contexte.

Ce régime d'autorisation pourrait être inspiré de règles relevant du régime des intermédiaires en biens divers qui ne régule pas une profession mais seulement l'offre de commercialisation elle-même et fait porter les garanties pour les investisseurs pour l'essentiel sur les produits offerts, et de règles relevant du régime « prospectus », qui pourront être complétées par des règles *ad hoc*.

L'offre de *tokens* aux investisseurs relèverait d'une nouvelle activité d'« intermédiation en biens divers » et des garanties spécifiques pour la protection des investisseurs pourraient être prévues dans la loi et détaillées dans le règlement général de l'AMF. L'AMF procéderait à l'instruction de ces demandes et délivrerait un numéro d'enregistrement ou un visa attestant que les garanties demandées par la loi ont bien été apportées par les initiateurs de l'offre.

Ainsi, l'initiateur d'une ICO devrait formuler une demande de commercialisation des *tokens* auprès de l'AMF qui vérifierait, sans appréciation subjective mais sur la base des pièces produites, que ces garanties sont présentées par l'initiateur du projet, comme par exemple :

- des garanties en termes d'information des investisseurs dans le cadre d'un document d'information présentant clairement le projet à financer ;
- une information sur les initiateurs de l'offre et les concepteurs du projet et l'exigence, le cas échéant, de la constitution d'une société commerciale pour porter le projet ;
- une information claire et équilibrée sur les risques de perte des sommes souscrites ;
- une description précise des contreparties pour le souscripteur (nature des droits conférés, modalités de valorisation, conditions de liquidité, existence ou non d'un marché secondaire, existence ou non d'une faculté de rachat) ;
- l'utilisation de la *blockchain* dans les conditions prévues par la loi et sécurisée ;
- un mécanisme de ségrégation ou de séquestre des fonds levés par l'initiateur de l'ICO ;
- le cas échéant, des assurances professionnelles, et/ou un engagement financier de l'émetteur sur le projet ;
- si possible, des garanties liées à la validité du projet qui pourraient par exemple être données sous forme d'attestation d'experts ou d'un système de notation de ces projets.

Les ICOs qui n'auraient pas reçu le visa de l'AMF seraient interdites en France et susceptibles de faire l'objet de sanctions pour défaut de visa.

Questions :

4.3.1 Etes-vous favorable à l'adoption d'une nouvelle législation encadrant spécifiquement les ICOs inspirée de la réglementation de l'intermédiation en biens divers ?

4.3.2 Les garanties pour les investisseurs listées ci-dessus vous paraissent-elles adaptées et suffisantes ? D'autres garanties parmi celles figurant aux points 4.1.1 à 4.1.18 *supra* seraient-elles nécessaires ?

Option 3.B : un régime d'autorisation optionnel

Cette réglementation spécifique pourrait être conçue classiquement comme interdisant toute offre non autorisée ou, au contraire, comme optionnelle : les initiateurs des ICO pourraient décider de demander l'autorisation de commercialisation à l'AMF qui délivrerait alors son « visa », ou, au contraire, de ne pas soumettre de dossier à l'AMF. **Les offres non autorisées formellement ne seraient pas interdites** mais devraient, si elles sont présentées en France, **contenir obligatoirement une mise en garde** indiquant clairement cette absence de visa de l'AMF.

L'adoption d'une telle législation permettrait à l'AMF de sanctionner les manquements aux règles prévues, soit en raison du non-respect des conditions du visa donné soit, si l'offre n'a pas reçu ce visa, dans l'hypothèse de l'absence de la mention obligatoire indiquant que l'offre n'a pas de visa de l'AMF.

L'AMF a noté que plusieurs initiateurs d'ICO venus présenter leur projet à l'AMF ont fait valoir qu'une réglementation des ICOs de ce type serait susceptible d'attirer en France les projets les plus sérieux qui viendraient chercher la garantie du régulateur pour se démarquer des offres peu sérieuses voire frauduleuses, tandis que les offres n'ayant pas reçu de visa seraient *de facto* pénalisées sur le plan commercial. Ce dispositif associant un possible visa ou une mise en garde pourrait ainsi permettre d'assainir le marché des ICOs et d'attirer les projets de bonne qualité en France.

Questions :

4.3.3 Etes-vous favorable à l'adoption d'une nouvelle législation encadrant spécifiquement les ICOs qui serait optionnelle en combinant un régime d'autorisation préalable avec délivrance d'un visa et une mise en garde obligatoire pour les offres dépourvues de visa ?

4.3.4 Comment la mise en garde devrait-elle être formulée ?

4.3.5 Les garanties pour les investisseurs prévues par la loi devraient-elles être les mêmes si le régime d'autorisation préalable est optionnel ?

Question finale : Avez-vous d'autres suggestions ou commentaires à formuler à l'AMF au sujet des ICOs ?

Au-delà de la présente consultation, l'AMF invite les acteurs et entreprises qui envisagent une opération d'ICO à se rapprocher de ses services en écrivant à l'adresse suivante **fic@amf-france.org** afin de présenter leurs projets et échanger sur le contenu de leur *white paper*.

Réglementation des ICO's

Madame, Monsieur,

Tout d'abord, j'aimerais vous faire part de mon sentiment général. Vous parlez des plates-formes de financement participatif répondant à des critères précis dans votre appel à consultation. Vous exprimez qu'elles distillent du conseil, que les demandeurs doivent respecter des conditions précises. Or, en vérité, de ceci il découle que vous n'appréciez pas à sa juste réalité le mouvement qui est en train de se produire. Cette seule contrainte invalide l'idée d'investissement sur une plate-forme française et incite à l'installation d'un siège social ailleurs, en offshore, pour pouvoir s'extraire de ces conditions. Pendant qu'on rame pour respecter les conditions drastiques imposées en France pour obtenir 100'000, on obtient facilement 20x plus ailleurs.

La vérité est que je pense que l'AMF va considérablement évoluer pour ne devenir plus qu'une représentation locale d'un système de régulation mondial de la finance où participeront certaines nations et d'autres pas, initiant une nouvelle guerre économique entre nations libérales et nations structurées. A ce propos, des projets de nations en territoire maritime international fleurissent et même dans l'espace. Des nations ultralibérales où de créer une société ne nécessitera pas grand-chose et où la fiscalité y sera très avantageuse. Chacune des réglementations de l'AMF induira l'installation d'un certain nombre de sociétés dans ces futures nouvelles nations qui, pour certaines, pourraient être tout bonnement virtuelles. Il ne faut pas s'imaginer qu'une nation soit obligatoirement une île ou un immense navire ou une station spatiale orbitale. Non, sur internet commencent à naître des communautés qui s'organisent en nations qui pourraient s'établir sur 1m² d'océan où des millions de gens pourraient vivre. Ces concepts pourraient vous sembler aujourd'hui fumeux, ils sont pourtant en pleine émergence et dans dix ans vous verrez que ce que vous savez du monde ne vaudra plus grand-chose.

D'autre part, aujourd'hui, les ICO's reposent essentiellement sur le Bitcoin, dont la volatilité est telle qu'elle est à même de ruiner les investisseurs et entreprises les plus honnêtes. Mais c'est faute à un manque de régulation, qui là encore ne passera pas par vous, mais sera exclusivement communautaire. Il est en train d'émerger une nouvelle masse monétaire mondiale. Tout comme l'actuelle, physique, dont les fractions appartiennent à des nations déterminées, demain des tas de cryptomonnaies coexisteront appartenant à leurs détenteurs et régies communautairement par des titres qui échapperont totalement à votre contrôle. Dans ce sens, Metronome va reposer sur les « Smart Contracts » d'Ethereum. Les premiers Metro seront émis en Bitcoin, faute de cryptomonnaie pour les émettre. Mais à terme, Metronome couvrira l'ensemble des cryptomonnaies, Bitcoin compris, qui seront alors de facto régulées par une contrepartie exprimée non plus en richesse nationale, mais sous forme des titres que sont les Smart Contracts qui sont ni plus ni moins que la valeur universelle de la cryptomonnaie, Ethereum ou pas d'ailleurs et il n'y a aucune raison de penser que ce ne soit pas l'Ether qui fasse office de contrepartie, nous savons que la Suisse cherche depuis longtemps à s'imposer comme monnaie centrale du monde. Elle avait d'ailleurs bien entamé le processus pour imposer l'Ecu en son temps, au point que des tas de gens avaient même contracté des assurances-vie en Suisse, sur la base de l'Ecu, convaincus qu'il allait s'envoler. Il a finalement disparu, mais si la Suisse envisageait l'Ecu comme monnaie unique européenne, c'est qu'il avait déjà une vocation universelle de par sa fonction intrabancaire dans le système helvétique. Aujourd'hui, avec l'Ether, la Suisse peut viser la monnaie unique virtuelle universelle et ça en prend le chemin, le développement de Metronome est là pour le prouver. Il n'y a aucune raison de douter d'Ethereum. La qualité est au rendez-vous, c'est un titre propre, sans sous-jacent suspect, reposant sur une

économie respectée. Il ne connaît pas de limites dans son développement, l'humanité pourra potentiellement déployer autant de Smart Contracts que voulu.

Comprenez que ce que je vous dis, ce n'est pas qu'Ethereum est la contrepartie monétaire universelle de la création monétaire portée par Metronome qui couvrira toutes les cryptomonnaies, mais que c'est ce qu'ils tentent de faire. Je pense qu'il y a de bonnes chances pour que ça marche, parce que l'humanité attend cette démocratisation universelle de la monnaie et le concept est bon, pourquoi le faire rater pour devoir en chercher un autre ? Je n'ai trouvé à ce jour aucune critique ni contre l'Ether, ni contre Metronome, que des éloges, au point que le système validera enfin le Bitcoin en permettant sa régulation de manière parfaitement démocratique en se passant totalement de tout régulateur issu d'un pouvoir central quelconque, comme l'AMF.

Partant, il est difficile de concevoir que vous puissiez envisager d'espérer réguler les ICO's alors même qu'en réalité d'ici dix ans au plus vous ne régulerez même plus les OPT. Si tant est que ça n'existe pas déjà, je n'en ai pas entendu parler, mais ça existe peut-être malgré tout, qui a édicté que les ICO's devaient être émis par un demandeur précis ? Pourquoi une boîte postale aux Bahamas d'une agence d'investissement ne lèverait pas des ICO's dans le simple but de faire des prêts aux entreprises correspondantes à l'esprit de la levée de fonds par ICO's ? C'est-à-dire à peu près tout le monde. J'ai un projet industriel visant à l'accélération de la transition agrobiologique par l'exploitation du gigantesque marché du verdissement urbain, qui pourrait m'empêcher de lever des ICO's ? Vous ? Mais si je devais le faire, je ne vous demanderais pas votre avis, sachez-le et ce quelles que soient les dispositions que vous aurez prises. Soit j'achèterai une société offshore à une agence quelconque en Suisse au travers de laquelle je lèverai mes ICO's puis je financerais ma succursale française depuis ce siège offshore, soit je ferai appel à un intermédiaire financier étranger qui moyennant commission m'épargnera (sans jeu de mot) les déboires éventuels et la pénibilité de ce système malgré tout fastidieux. Où placez-vous l'AMF dans ce schéma ? Vous allez interdire aux entreprises françaises d'obtenir des prêts d'une société étrangère si l'origine des fonds n'est pas documentée ? ... Il n'y aura très vite plus beaucoup d'entreprises sur sol français. Et, honnêtement, quand vous dites dans votre document, je cite :

« L'AMF a noté que plusieurs initiateurs d'ICO venus présenter leur projet à l'AMF ont fait valoir qu'une réglementation des ICOs de ce type serait susceptible d'attirer en France les projets les plus sérieux qui viendraient chercher la garantie du régulateur pour se démarquer des offres peu sérieuses voire frauduleuses, tandis que les offres n'ayant pas reçu de visa seraient de facto pénalisées sur le plan commercial. Ce dispositif associant un possible visa ou une mise en garde pourrait ainsi permettre d'assainir le marché des ICOs et d'attirer les projets de bonne qualité en France. »

...Le moins que l'on puisse dire est que vous êtes dans l'incantatoire ! Aujourd'hui, certaines entreprises EXISTANTES ne pouvant pas se permettre de tels risques ont sollicité une régulation pour assurer leur pérennité. Mais ça ne peut pas concerner la startup qui commence et qui tremble déjà à l'idée de devoir respecter une quelconque réglementation. Je me suis heurté à votre réglementation, autant vous le dire tout de suite, plus jamais. Je sais désormais qu'il coûtera toujours moins cher et sera quand même plus facile de se soustraire à votre réglementation que le contraire. En tant que suisse, voyez-vous, j'ai toujours connu sur la place publique des gens qui distribuaient des tracts pour vendre des parts dans leur future boulangerie ou une librairie. On ne va pas distribuer des tracts à la Gare de Lausanne pour construire un barrage pour alimenter une ville, c'est clair, mais pour un petit commerce, bien sûr que si. En France, c'est limité, réglementé, interdit, contrôlé et même suspect. Vous n'imaginez pas ce que ça représente en termes de contraintes sur les entreprises et l'extrait

que je cite plus haut démontre à quel point vous êtes carrément en marge de la réalité entrepreneuriale française.

Votre problème est que vous ne comprenez pas que le monde non seulement va changer en se passant de vous, mais qu'il va en plus le faire POUR se passer de vous.

En acceptant cette assertion, moi je vous propose de profiter ce changement de monde pour l'accompagner plutôt que tenter de l'affronter en le régulant. De chercher une piste pour profiter de ce changement pour faire de l'AMF un élément clé de ce changement, visant non plus à réguler la levée de fonds en empêchant les gens d'investir et les entreprises d'emprunter sous prétexte de protéger tout le monde, mais plutôt d'agir dans le même esprit qu'Ethereum en devenant une autorité morale respectable, idéalement en France, mais aussi, pourquoi pas, ailleurs. Quittes pour cela a concevoir d'autres liens avec les autres entités de régulation. Je vous propose que vous envisagiez la chose comme l'opportunité de devenir ce changement, donc de déréguler rapidement tout ce qui va de toute façon vous échapper avant que ça ne vous file entre les doigts, parce qu'alors ça va coûter très très cher à notre beau pays et de chercher à organiser ce nouveau système qui émerge, si puissamment qu'il est irrésistible, vous n'êtes rien face à lui. Même une guerre mondiale ne pourrait pas l'arrêter, mais au contraire l'accélérer en mettant fin aux institutions. Vous êtes le nourrisson au milieu des voies à l'arrivée du TGV. Alors que vous avez un immense avantage sur ceux qui exploitent ce nouveau secteur : la compétence ! Vous êtes dans les arcanes de l'Etat, de la création monétaire traditionnelle, de la finance. Ceux qui exploitent le secteur n'en sont que les acteurs, un peu comme au Leclerc, où en bas il y a les clients et les caissières et au premier la direction.

Vous avez, là, maintenant, tout de suite, la plus formidable opportunité depuis votre création, non seulement de mettre un pas dans ce nouveau système qui émerge en y incarnant non pas un pouvoir mais une entité respectable et respectée, mais de le faire avec l'intelligence française, de laquelle sont issues toutes les grandes avancées sociétales de l'Histoire. C'est la France qui a mis fin à l'esclavage, au féodalisme, qui a inventé le libéralisme, introduit le capitalisme et c'est en France que l'industrialisme puis le productivisme ont été les plus prégnants, alors qu'à l'époque les Etats-Unis en étaient encore au Far-West.

Continuez sur cette voie dans l'esprit pionnier des anciens français qui ont fait que la France est un phare pour les nations du monde. Soyez certains que face à ce changement, le monde attend de voir ce que fera la France, pour se l'approprier, en l'adaptant à sa propre culture, comme toujours, faisant, comme toujours, de la France un guide.

Ne vous trompez pas de voie, rappelez-vous de l'aiguillage de Brétigny-sur-Orge, une simple éclisse... il manquait un boulon et un était cassé.

Si vous en êtes arrivés là, c'est que mon propos vous aura intéressés, j'en serai alors fier en plus de vous en être reconnaissants, ce pour quoi je vous remercie.

Je vous présente, Madame, Monsieur, mes sentiments les plus cordiaux.

T. Curty

Réponses aux questions :

3.4.1 : Globalement oui, elle me semble excellente... même si elle ne prend pas en considération la réalité de ce qu'elle décrit.

3.4.2 : Je vous laisse juges au vu de ce que je vous ai écrit plus haut.

4.1.1 : Nous sommes là très proches de ma proposition dans ma lettre, bien que n'allant pas assez loin dans la prospective visant à devenir pleinement acteurs du nouveau marché, il semble y avoir la conscience et l'idée, il manque l'ambition.

4.1.2 :

- a) Pour ceux qui souhaitent s'y soumettre, pour des raisons financières évidentes, pourquoi pas ? A condition que ce ne soit pas une contrainte qui fasse fuir d'éventuels acteurs.
- b) Toujours, si cela n'est pas contraignant, cela reviendrait à créer une sorte de communauté autour de l'ICO concernée qui pourrait être bien agréable et utile au développement du projet, j'y ferais volontiers appel à titre personnel.
- c) Si cela se limite à catégoriser chaque ICO, de manière à ce que les souscripteurs puissent eux-mêmes décider de la catégorie, sans frein, sans devoir fournir une déclaration d'impôt, une inscription à dieu sait quel métier, oui, très favorable.
- d) Si cela est de manière volontaire par l'entité à l'origine de l'offre (qui donc peut n'être qu'un groupement de personnes encore non formaté) et que l'AMF ne fait qu'émettre un avis sur la qualité de la documentation, sous peine de ne pas accompagner l'ICO, alors oui.
- e) Un grand OUI.
- f) Un très grand OUI.
- g) Si cela n'est pas contraignant, que la décision finale appartient aux acteurs, alors oui. Des fois, il est bon de travailler avec des gens qui ne correspondent pas tout-à-fait à votre idéal.
- h) Oui, indiscutablement.
- i) Oui.
- j) Là, on est en plein dans la proposition que je fais plus haut, c'est dans ce sens que devrait aller l'AMF, à condition que ce soit une option potentiellement choisie par les souscripteurs qui devraient typiquement devoir cocher une case. Dans une même ICO, il pourrait y avoir des souscripteurs qui ne cochent pas la case et les fonds vont directement au destinataire et d'autres qui cochent la case, demandant l'intervention du service que vous aurez autorisé.
- k) NON ! Sauf à ce qu'il ne s'agisse que des règles fixées d'entente entre tous les acteurs, c'est-à-dire l'AMF, le service du compte de séquestre faisant éventuellement office d'intermédiaire financier, les souscripteurs et l'entité à l'origine de l'offre. Et donc non pas de règles générales s'imposant aux ICO's des sociétés françaises.

4.1.3 : Je crains que cela ne relève plus d'une volonté propre.

4.1.4 : Un très grand NON, bien au contraire, il faut insister auprès des entités à l'origine de l'offre sur la possibilité que le token peut offrir une très grande diversité de droits et d'avantages, ce qui va clairement dans le sens de l'avenir et la future gouvernance communautaire démocratique de la monnaie et des entreprises.

4.1.5 : C'est avec ce genre de points que l'AMF va trop loin. On le sait, certains peuvent perdre, mais voilà, si vous les « protégez » contre leur gré, dorénavant, ils n'ont plus besoin de vous pour le faire quand même.

4.1.6 : Sur demande, oui, c'est un certificat de valeur. Obtenir votre signature ou celle d'une entité autorisée par vous pourrait être considéré comme une richesse par les entreprises qui peuvent en arguer alors auprès de leurs clients.

4.1.7 : Il est évident que la validation nécessite expertise, m'est avis que le collège d'experts pourrait être constitué par vous, l'organisme autorisé par exemple à détenir le compte de séquestre et un éventuel expert-comptable de l'entité à l'origine de l'offre ou tout autre Commissaire aux comptes à la demande de cette entité.

4.1.8 : Oui, pour la lisibilité, avec l'option d'ajouter d'autres éléments ou pouvoir justifier le manque de certains autres, vu la diversité des entités qu'il faut s'attendre à voir émerger, ce qui garantit qu'une standardisation totale n'est pas envisageable et impose juste une souplesse.

4.1.9 : Celle qui leur convient, d'entente entre tous, dans un palabre initial en préambule à l'ICO.

4.1.10 : Oui, plus le token s'approchera d'un nouveau type d'action, plus le système collera au devenir de l'économie dans le futur.

4.1.11 : Je serais tenté de répondre non, mais je ne vois pas bien comment vous pourriez l'empêcher ? Sauf à ce que l'entité à l'origine de l'offre ait décidé de se soumettre à votre contrôle, évidemment. Auquel cas la réponse est non. Les token ne sont pas des bonbons, on ne fait pas de promos sur l'argent.

4.1.12 : Oui, mais non... il peut exister des cas où la transparence ne serait peut-être pas forcément applicable. Oui si cette transparence s'applique à une autorité de contrôle (l'AMF, par exemple et pour dire n'importe quoi) à laquelle l'entité à l'origine de l'offre s'est soumise. Je pense d'ailleurs qu'une entité qui aurait besoin de cette confidentialité aurait vraisemblablement intérêt à se soumettre à votre contrôle, sauf à ce que l'usage des fonds ne soit destiné à une entreprise illégale. Auquel cas, rien ne vous interdit, en tant qu'entité morale, de lancer une simple alerte rappelant que l'entité à l'origine de l'offre ne s'est pas soumise à votre contrôle et ne pratique pas la transparence et donc... qu'elle est suspecte ! A l'entité à l'origine de l'offre d'agir en conséquence en aval si votre intervention lui déplaît. L'avenir de l'économie est démocratique, si vous ne pourrez rien empêcher, rien ne pourra vous empêcher d'intervenir.

4.1.13 : Ne cherchez pas, vous ne pourrez rien faire. Il va clairement se créer des sous-réseaux parallèles sur des sites webs obscurs avec des entrées dissimulées visant au financement du crime. Ca existe d'ailleurs certainement déjà et si ça se trouve, c'est de là que proviennent les ICO initialement jusqu'à ce que quelqu'un décide qu'il serait possible de le faire pour les entreprises légales.

4.1.14 : C'est pareil que pour 4.1.6 à 4.1.8.

4.1.15 : 4.1.2 j).

4.1.16 : 4.1.9.

4.1.17 : 4.1.9. Je pense que très rapidement il va s'établir des règles tacites, des entreprises vont se mettre à documenter en permanence l'état de leur offre, des souscripteurs vont alors en faire la remarque à celles qui ne le font pas...

4.1.18 : 4.1.12.

4.2.1 : Je pense que la question ne se pose que pour ceux qui acceptent de se soumettre à ces dispositions. On l'accepte, ou pas, vous n'avez pas la capacité de les imposer.

4.2.2 : Un prospectus, oui, une réglementation de conformité oui, une réglementation de contrainte, non. Elle ne serait de toute façon pas respectée.

4.2.3 : Il est une garantie financière considérable pour les acteurs sérieux qui se soumettraient loyalement à votre contrôle en échange de votre bienveillance et la sécurisation que vous pourriez apporter de bout en bout.

4.2.4 : C'est une excellente question, merci de l'avoir posée !! Songez à ma métaphore de l'aiguillage...

4.2.5 : Pourquoi pas, si l'entité à l'origine de l'offre s'y soumet et que le souscripteur décide par lui-même d'y répondre le sachant ?

4.3.1 : Quelque chose me dit que si vous avez mis cette option à la fin, c'est que vous êtes conscients qu'il sera plus simple de raccourcir le PDF pour la mettre à la poubelle.

4.3.2 : Ne vous posez pas la question au-delà de l'idée de la possibilité de l'offrir en prestation à un éventuel intéressé. Là encore vous n'avez de toute façon pas la capacité de l'imposer.

4.3.3 : C'est tout le sens de mon propos, donc un grand OUI. A condition que vous sachiez faire preuve de plus de souplesse que vous n'en avez aujourd'hui, sous peine d'être tout simplement marginalisés, voire ostracisés. Jusqu'à aujourd'hui vous ne l'étiez pas parce qu'il était difficile de faire autrement, il fallait un certain niveau de moyens. Mais croyez-moi, alors que j'étais encore en forme et entrepreneur, j'ai cherché un moyen de me soustraire à votre contrôle. Aujourd'hui, c'est facile.

4.3.4 : En toutes lettres, en langage web, c'est-à-dire sans circonvolutions, sans langue de bois, sans langage technique, accessible à tous, sur un site dédié, sur les éventuels profils de l'AMF sur les réseaux sociaux, tout moyen permettant d'accéder sans filtre aux concernés et sans prendre de gants.

4.3.5 : Peut-être pourriez-vous envisager un système de notation du niveau de garantie de sorte que l'entité à l'origine de l'offre pourrait se servir de votre validation « à la carte » et vous en réponse vous proposeriez une note : « l'entité X obtient une note de garantie de 11/20 ». 20/20, elle se plie à vos exigences standard. En-dessous de 10/20 vous refusez de la certifier.