

Synthèse des réponses à la consultation publique portant sur les *Initial Coin Offerings* (ICO) et point d'étape sur le programme « UNICORN »

L'AMF a lancé le 26 octobre 2017 une consultation publique sur les *Initial Coin Offerings* (ICO) afin de recueillir l'avis des parties prenantes sur différentes pistes d'encadrement possibles de ces nouvelles formes de levées de fonds qui s'appuient sur la *blockchain*. La consultation publique s'est achevée le 22 décembre 2017.

Le document de consultation comprenait une présentation des ICO, un avertissement sur les risques que présentent ces opérations, une analyse juridique des ICO au regard des règles dont l'AMF assure le respect, ainsi que les options de régulation envisagées par l'AMF, sur lesquels les répondants étaient invités à se prononcer.

L'AMF a reçu un nombre élevé de réponses pour une consultation de ce type, à savoir **82 réponses** qui se répartissent de la manière suivante : 22 émanent d'acteurs de l'économie numérique (professionnels et associations), 18 de particuliers, 15 de cabinets d'avocats, 10 de professionnels de la finance (CIP, CIF, CAC, cabinets d'audit), 6 d'universitaires, 5 d'investisseurs institutionnels, 3 de banques et de leur instance représentative, 2 d'infrastructures de marché et 1 d'une société cotée.

Après un bref point d'étape consacré au programme « UNICORN » initié par l'AMF, seront présentés, de manière succincte, les principaux enseignements de la consultation publique.

I – Point d'étape sur le programme « UNICORN »

A compter du 26 octobre dernier, l'AMF a initié un programme d'études sur les levées de fonds en actifs numériques. Baptisé « UNICORN »¹, ce programme connaît une activité particulièrement soutenue depuis son lancement. Dans ce cadre, l'AMF a reçu de nombreux initiateurs (entrepreneurs français ou étrangers et leurs conseils) de différents types de projets d'ICO, ce qui lui a permis d'approfondir son expertise juridique et économique des opérations réalisées.

Au-delà du dialogue initié avec les entrepreneurs et leurs conseils, ce programme a également permis de mener un travail de pédagogie auprès des médias mais également du grand public, dans un contexte où une certaine confusion peut être observée entre différents thèmes de l'économie numérique : l'apparition d'une éventuelle bulle spéculative sur le *Bitcoin*, les différents types d'usage permis par les protocoles *blockchain*, l'initiative législative récente (inscription des titres financiers non cotés et parts d'OPC dans une *blockchain*²) et les financements alternatifs que les ICO peuvent constituer pour certains types d'entreprises.

1. Projets d'ICO présentés aux services de l'AMF

Le programme « UNICORN » a permis aux services de l'AMF de rencontrer sur la période de consultation (2 mois) 15 entreprises ayant déjà réalisé une ICO ou qui envisageaient de le faire. Les porteurs de projets venus à la rencontre de l'AMF ont exprimé leur souhait de réaliser leurs opérations et leurs activités en France dans 14 cas sur 15 et à l'étranger dans 1 cas

¹ *Universal Node to ICO's Research & Network*.

² Ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers.

sur 15³. Les ICO réalisées à l'étranger sont également un sujet d'intérêt pour l'AMF dans la mesure où celles-ci font, dans certains cas, appel à l'épargne française⁴.

Les services de l'AMF ont désormais connaissance de 21 ICO réalisées depuis la France ou à venir en France. Les rendez-vous se sont poursuivis au-delà de la clôture de la consultation, si bien qu'une très large majorité d'entreprises envisageant ce type d'opérations ou les ayant déjà initiées échangent et continuent d'échanger avec les services de l'AMF.

Les entreprises rencontrées s'inscrivent, pour une part importante, dans le domaine des technologies avancées de registre distribué (6 projets sur 14). Cependant, d'autres entreprises développent leurs activités dans des secteurs très variés : immobilier neuf, réservation d'hôtels, gestion financière via des algorithmes d'investissement, enchères en ligne, « *cloud computing* », assurance automobile, énergies renouvelables et « *regtechs* ». La plupart de ces projets ont pour objectif de créer une plateforme de marché sur leur secteur, où le *token* émis servira généralement d'instrument d'échange.

S'agissant de l'intérêt de recourir à ce financement non traditionnel, les porteurs de projets rencontrés mettent en avant la possibilité de s'adresser facilement à une communauté d'internautes (*i.e.* d'acheteurs de *tokens*, et donc par extension, de financeurs) au niveau international, en complément ou à la place du financement traditionnel. Très souvent, les initiateurs d'ICO évoquent aussi la nécessité d'une mise sur le marché (« *time to market* ») à un moment opportun⁵ (*i.e.* rapide, avant qu'une autre technologie ne se développe et ne cannibalise leur développement), dans la mesure où ces opérations se réalisent, dans certains cas, selon un calendrier plus resserré que celui généralement observé pour les levées de fonds traditionnelles.

Les 15 ICO étudiées au cours de la période de consultation concernaient des sociétés existantes ou en cours de création. Néanmoins, 2 ICO qui avaient finalisé leur levée de fonds avant l'ouverture de la consultation, n'ont déposé les statuts de leurs sociétés respectives qu'après la réalisation de leur opération de financement⁶. Sur 15 ICO, 10 ont donné lieu à la création d'une société pour le projet d'ICO, contre 5 réalisées par des entreprises ayant déjà une activité commerciale organisée sous forme de société au préalable (sociétés ayant entre 1 et 6 an(s) d'existence, en cours de développement et en recherche de fonds).

Sur 15 porteurs de projets rencontrés, 12 concernaient des ICO en phase de projet, 1 était en phase de pré-vente de *tokens*, et 2 avaient déjà mené à bien leur ICO. Ces derniers ont souhaité venir dialoguer avec l'AMF *a posteriori* pour s'assurer que leurs opérations ne faisaient pas l'objet d'une réglementation particulière dont ils n'auraient pas connaissance, et pour échanger sur leurs pratiques.

Au 19 février 2018, le montant total des levées de fonds réalisées ou envisagées par les porteurs de projets venus dialoguer avec l'AMF est d'environ 350 millions d'euros, dont environ 66 millions d'euros collectés par 5 opérations déjà terminées⁷. La moyenne des levées de fonds atteindrait 25 millions d'euros. Les montants levés sont toutefois disparates, avec un plancher qui se situe à 700.000 euros (pour l'ICO la plus ancienne). Une opération terminée a donné lieu à la levée de 29 millions d'euros. Le plafond potentiel devrait s'établir, pour l'heure, à environ 50 millions d'euros (estimation de plusieurs projets devant se concrétiser au 1^{er} semestre 2018). En comparaison, la plus grosse ICO réalisée et connue à l'étranger visait une levée de fonds de 700 millions de dollars.

³ Dans un cas, un porteur de projets a déclaré souhaiter réaliser son opération en Suisse ou au Luxembourg, en précisant que ses motivations relèvent de la fiscalité. Il a néanmoins souhaité rencontrer l'AMF.

⁴ Environ 400 ICO sont recensées par le site <https://coinmarketcap.com/tokens/views/all/>.

⁵ Particulièrement dans le domaine technologique où la rapidité de mise sur le marché d'une technologie influe sur son succès commercial, son développement et sa reconnaissance auprès de la communauté technophile et scientifique.

⁶ Il s'agit des 2 ICO réalisées au 4^{ème} trimestre 2016, soit en pratique les 2 plus anciennes.

⁷ Ces chiffres correspondent à la collecte lors de l'émission. Pour ces 5 opérations déjà terminées, la valorisation totale des marchés secondaires des jetons atteint 552 millions d'euros au 19 février 2018. Deux opérations sont sur le point de se terminer fin février 2018, ce qui portera à 7 le nombre d'opérations entièrement terminées.

Enfin, 8 nouveaux projets d'ICO ont été présentés aux services de l'AMF en janvier et février 2018 et 4 autres nouveaux projets d'ICO⁸ ont été déclarés par des répondants à la consultation sur les ICO.

2. Caractéristiques des *tokens* émis dans le cadre d'une ICO

Les entretiens menés par l'AMF montrent que les caractéristiques des *tokens* émis dans le cadre des différentes ICO examinées varient considérablement d'un projet à un autre. Les cabinets d'avocats qui conseillent ces émetteurs de *tokens* ont d'ailleurs souligné, auprès des services de l'AMF, la grande variété d'opérations qui se développent. En pratique, les *tokens* peuvent revêtir de nombreuses caractéristiques techniques qu'il est possible de classer, de manière schématique, de la manière suivante.

A. Les *tokens* dits d'usage (« *utility token* » ou « *token utilitaire* »)

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. Certains *tokens* ont ainsi vocation à servir d'actifs de paiement au sein du projet à financer. Par analogie avec des modes de distribution et de commercialisation observés de longue date dans la grande distribution (ex : cartes de fidélité) et un certain nombre de secteurs tertiaires rémunérant leur clientèle avec des récompenses (ex : *rewards* dans le domaine du transport), ce mode de financement s'inscrit entre le financement participatif – s'adressant à une communauté sensible aux projets d'entreprises en demande de financement exposés en ligne – et les méthodes de « *marketing captif* » usitées par certaines marques qui développent un attachement de leur clientèle à l'utilité économique de leur produit et/ou de leur service (ex : vente de machines au départ qui impose l'achat récurrent de capsules par la suite).

B. Les *tokens* offrant des droits politiques ou des droits financiers

Il s'agit de *tokens* qui ont pour objet d'octroyer à leur détenteur des droits financiers ou des droits de vote. Seule une petite minorité d'ICO donne lieu à l'émission de *tokens* conférant ce type de prérogatives. Les droits politiques et/ou financiers conférés par ces *tokens* pourraient donner lieu, dans certains cas, au regard du droit en vigueur, à une qualification de ces titres en « instruments financiers ».

3. Observations relatives aux documents d'information mis à disposition des acheteurs de *tokens* en phase de pré-émission (« *whitepapers* »)

Les émetteurs d'ICO rencontrés par les services de l'AMF distinguent généralement deux types de documents fondateurs de leur activité.

D'une part, les *manifesto* qui visent à annoncer un protocole sur lequel pourraient se développer certains types de projets technologiques (ex : à l'origine, le *Bitcoin*).

D'autre part, les *whitepapers*, à vocation plus commerciale qui visent une cible d'acheteurs en décrivant, avec plus ou moins de précisions, le projet d'entreprise, les caractéristiques des *tokens* émis, l'utilisation envisagée de la levée de fonds, les projections économiques et l'usage des fonds levés sur une période à plus ou moins long terme.

⁸ Dont 3 projets d'ICO initiés depuis la France et 1 depuis la Suisse.

Il convient en outre de relever que certains initiateurs mentionnent différentes informations techniques relatives à l'opération d'ICO qu'ils envisagent de lancer au sein d'un document appelé *terms & conditions*, distinct du *whitepaper*.

Les documents d'information mis à disposition des internautes – qui ne font actuellement l'objet d'aucun cadre législatif et réglementaire – sont extrêmement disparates à ce jour.

Une très large majorité de porteurs de projets venus échanger avec les services de l'AMF était conseillée par des cabinets d'avocats et ainsi sensibilisée aux régimes d'information préalable existants dans le cadre d'opérations de levées de fonds traditionnelles (par exemple, les informations exigées par la Directive Prospectus).

Certains d'entre eux appliquent des règles d'autorégulation⁹, reconnaissant la nécessité pour ce type de projet innovant de respecter un cadre « normatif » minimal.

Les *whitepapers* examinés par les services de l'AMF précisent dans la grande majorité des cas des informations concernant, en premier lieu, le traitement des acheteurs de *tokens* (phases dites de pré-commercialisation (« *pre-sale* ») et de commercialisation).

En second lieu, les documents d'information mentionnent les devises ou *tokens* acceptés pour la levée de fonds. Il est courant de voir des émetteurs d'ICO accepter des monnaies ayant cours légal dans un Etat (*fiat*) ainsi que des crypto-actifs liquides (*Bitcoins* ou *Ethers*).

Dans une majorité de cas, les émetteurs de *tokens* rencontrés par les services de l'AMF ont également prévu des règles en matière de lutte anti-blanchiment et de lutte contre le financement du terrorisme. Certains d'entre eux proposent notamment la constitution de registres d'acheteurs de *tokens* et effectuent des vérifications sur leur identité « non numérique » plus ou moins approfondies (KYC).

On retrouve également dans ces documents d'information des fourchettes indicatives pour les levées de fonds envisagées. En effet, des planchers et plafonds de levées de fonds sont généralement prévus par les initiateurs d'ICO. Dans le cas où le plancher ne serait pas atteint, les opérations seraient en principe annulées, ce qui pourrait militer en faveur de la constitution de séquestres pour les fonds levés pendant la phase de commercialisation.

Un sujet peu évoqué par les initiateurs d'ICO et absent de la très large majorité des documents d'information concerne le traitement comptable des fonds levés. Certaines opérations prévoient d'enregistrer les fonds levés dans les recettes de l'entreprise émettrice.

II – Avis des répondants sur l'analyse juridique de l'AMF relative aux ICO

Les répondants ont formulé des observations qui **rejoignent, pour l'essentiel, les conclusions de l'analyse juridique préliminaire effectuée par l'AMF** dans son document de consultation. Certains répondants ont toutefois évoqué **l'application possible d'autres types de réglementations** (droit de la consommation notamment) qui pourraient s'appliquer dans le cadre de l'émission ou de la commercialisation des *tokens*.

La majorité des répondants partage l'analyse de l'AMF concernant la **difficulté d'apporter une réponse unique à la question de la qualification juridique des *tokens***. De nombreuses réponses insistent sur leur diversité et la nécessité de suivre une approche au cas par cas, le régime juridique des *tokens* considérés étant fonction de la nature des droits conférés. Plusieurs réponses soulignent à cet égard les différences fondamentales qui existent entre les *tokens* assimilables à des titres financiers (*security tokens*) et les *tokens* utilitaires, qui proposent un accès (parfois futur) à un service ou à un bien dont le *token* servira à financer le

⁹ Plusieurs sociétés ont par exemple annoncé, en octobre 2017, avoir rédigé une « charte des ICO » afin de promouvoir des bonnes pratiques et de protéger les investisseurs. V. not. Laurence Boisseau, ICO en Europe : publication d'une charte de bonne conduite, Les Echos, 23 octobre 2017, p. 17.

développement (*utility tokens*). Quelques répondants considèrent à cet égard que le régime juridique auquel le *token* est soumis devrait être précisé dans le *whitepaper* afin que le souscripteur soit pleinement informé de la nature juridique des droits et des recours dont il dispose.

Certaines réponses soulignent que la responsabilité de l'analyse du régime juridique applicable au *token* doit échoir à l'initiateur de l'ICO. Néanmoins, plusieurs répondants appellent l'AMF à clarifier les critères d'appréciation permettant de qualifier un *token* de titre financier, dans le cadre d'une position ou d'une recommandation, à l'image du *Howey Test* utilisé par la *Securities and Exchange Commission* américaine. Certains répondants souhaitent également que l'ESMA publie des *guidelines* sur les critères à prendre en compte pour qualifier un *token* d'instrument financier susceptible, comme tel, de relever des réglementations Prospectus et MiFID afin d'assurer une convergence au niveau européen.

Une large majorité des répondants s'exprime en faveur de la mise en place d'un cadre juridique spécifique. Une réponse note à cet égard que les projets d'ICO les plus sérieux à ce jour sont soucieux de la protection de leurs souscripteurs. Plusieurs réponses soulignent toutefois que la réglementation actuelle n'est pas adaptée aux opérations d'ICO et jugent par conséquent inopportun de l'appliquer à ce stade. Un autre répondant estime qu'il n'est, pour l'heure, pas nécessaire de créer un régime juridique *ad hoc* pour les ICO, le droit positif permettant d'encadrer la commercialisation des *tokens*, en particulier les *tokens* utilitaires qui sont soumis au droit de la consommation ; à l'inverse, d'autres répondants rejoignent l'analyse de l'AMF selon laquelle seule une petite minorité des ICO est appréhendée par la réglementation actuellement en vigueur¹⁰.

Certains répondants estiment nécessaire que l'AMF dispose d'une compétence générale sur l'ensemble des ICO. Un répondant propose qu'avant toute ICO, une déclaration préalable soit effectuée par l'initiateur auprès de l'AMF, ce qui lui permettrait d'examiner la qualification juridique retenue par l'initiateur de l'ICO et, le cas échéant, de demander la requalification juridique du *token* voire d'interdire l'ICO si elle estime que celle-ci vise « un marché contraire à l'ordre public ou une pratique susceptible de condamnation ». Un répondant invite par ailleurs l'AMF à mettre en place une cellule de veille des ICO afin d'affiner dans le temps le cadre juridique applicable aux ICO en fonction des cas observés.

Par ailleurs, certains répondants ont mis en avant la nécessité de définir juridiquement les crypto-« monnaies ». Dans la mesure où certains *tokens* peuvent présenter les caractéristiques d'une monnaie, certains répondants estiment également qu'il serait opportun de modifier les dispositions du code pénal réprimant la mise en circulation de tout signe monétaire non autorisé (article 442-4 du code pénal¹¹).

1. ICO et instruments financiers

A. ICO et titres financiers

De manière générale, de nombreux répondants évoquent la difficulté de déterminer, en droit, si un *token* entre ou non dans la catégorie des titres financiers. Une clarification de la réglementation applicable est demandée par certains d'entre eux.

La plupart des répondants ayant consacré des développements à ce sujet partagent l'analyse de l'AMF exprimée dans son document de consultation selon laquelle si un *token* émis dans le cadre d'une ICO présente des caractéristiques similaires à celles d'un instrument financier, alors l'ICO devrait être soumise aux réglementations existantes en la matière, et en particulier au régime de l'offre au public de titres financiers.

¹⁰ Réglementation relevant du champ de compétence de l'AMF.

¹¹ Aux termes de l'article 442-4 du code pénal, « la mise en circulation de tout signe monétaire non autorisé ayant pour objet de remplacer les pièces de monnaie ou les billets de banque ayant cours légal en France est punie de cinq ans d'emprisonnement et de 75 000 euros d'amende ».

Plusieurs répondants indiquent que la qualification de titre financier ne doit pas dépendre principalement de la manière dont le titre est matérialisé¹², ni de la nature juridique de l'émetteur¹³. Selon cette analyse – qui privilégie la substance du titre sur sa forme – et qui est celle retenue par les services de l'AMF – il convient de se concentrer principalement sur la nature des droits incorporés dans le titre. Dans cette perspective, un titre négociable devrait recevoir la qualification de titre financier dès lors qu'il incorpore des droits analogues à ceux qui sont classiquement compris dans un titre de capital ou un titre de créance¹⁴.

a) ICO et titres de capital

Une majorité de répondants considère que la qualification de titre de capital n'est pas applicable à la plupart des *tokens* émis dans le cadre des ICO actuelles. Certains d'entre eux indiquent que la réglementation relative aux titres de capital n'est pas adaptée à la nature et aux caractéristiques des *tokens*.

Quelques répondants font valoir qu'à partir du moment où l'un des attributs classiques des actions ordinaires est manquant (droit de vote, droit aux dividendes, droit au boni de liquidation par exemple), la qualification de titre de capital ne peut être retenue. Certains répondants estiment ainsi qu'en aucun cas les *tokens* ne peuvent être qualifiés de titres de capital pour les raisons suivantes :

- aucun *token* n'offre l'intégralité des droits associés aux titres de capital. En particulier leur détention n'offre pas la possibilité de partager un boni en cas de liquidation, ni le droit de demander l'inscription d'un projet de résolution lors de l'assemblée générale, ni le droit de vote ou de participation aux assemblées générales ;
- le souscripteur du *token* connaît à l'avance le calcul fixe des avantages qui y sont attachés, ceux-ci étant inscrits dans le code du *smart contract*, contrairement aux titres de capital dont la détention permet à l'actionnaire de recevoir une partie des dividendes de l'entreprise dont le montant dépend de sa « politique économique » et de ses performances.

Un répondant indique par ailleurs qu'il serait préférable d'interdire formellement de pouvoir attacher un droit donnant accès au capital de la société émettrice à un *token*. Cette interdiction se justifierait notamment par la nécessité d'empêcher l'émetteur de modifier unilatéralement les données inscrites dans le *smart contract*. Plusieurs répondants notent également que l'assimilation des *tokens* aux titres de capital aurait pour effet d'imposer aux émetteurs de respecter des conditions assez exigeantes au regard de leurs caractéristiques, à savoir celles de start-up qui ne possèdent pas nécessairement de personnalité juridique et de capital social.

Si certains répondants suggèrent que l'émission de titres financiers par des entités dépourvues de personnalité morale ou n'ayant pas été autorisées par la loi à émettre de tels titres a pour conséquence de faire échapper ces titres à toute réglementation, d'autres répondants soulignent au contraire que la conséquence devrait être l'interdiction de l'émission de ces titres.

¹² Il est rappelé que des droits incorporés dans un titre peuvent être matérialisés par un objet (ex : papier) ou une inscription portée dans un support matériel ou immatériel. S'agissant des titres financiers, la législation en vigueur dispose qu'ils ne peuvent être matérialisés que par une inscription en compte respectant les conditions requises par la réglementation, laquelle permettra prochainement une inscription dans une *blockchain* (V. article L. 211-7 du code monétaire et financier dans sa version applicable au 1er juillet 2018 telle qu'amendée par l'ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers).

¹³ L'article L. 211-2 du code monétaire et financier comprend une liste limitative des entités autorisées à émettre des titres financiers : « *Les titres financiers, (...), ne peuvent être émis que par l'Etat, une personne morale, un fonds commun de placement, un fonds de placement immobilier, un fonds professionnel de placement immobilier, un fonds de financement spécialisé, ou un fonds commun de titrisation* ».

¹⁴ Est également prise en compte dans l'analyse son caractère négociable, c'est-à-dire sa capacité à être négocié sur un marché.

Un Professeur de droit note ainsi dans sa réponse que « l'article L. 211-2 C. mon. et fin. réserve l'émission des titres financiers à : l'État, une personne morale, ou certains fonds. En matière de sociétés, le principe est l'interdiction sauf exceptions légales. Aux termes de l'art. 1841 C. civ., il est interdit aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la loi d'émettre des titres négociables, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres ou parts sociales émis. Il ne faudrait pas, selon nous, en conclure qu'un produit financier émis par une entité non autorisée par la loi échappe par définition à la qualification de titre financier. Il conviendrait, plutôt, de considérer que cette émission est illicite, sans quoi le contournement de la loi serait trop commode. »

En outre, certains répondants, notamment un cabinet d'avocats, indiquent que si le titre financier émis est identique à d'autres qui confèrent tous les mêmes droits (et constituent ainsi ensemble une catégorie), la qualification de valeur mobilière devrait alors être retenue¹⁵. Or, la loi définit encore plus limitativement les entités autorisées à émettre des valeurs mobilières¹⁶.

L'un des répondants note que dans le cadre d'une ICO réalisée par une société par actions, les *tokens* émis pourraient être qualifiés de titres de capital si le *token* confère des droits pécuniaires tels que des bénéfices sur la société elle-même et non sur les projets documentés dans le *whitepaper*. *A fortiori*, cette qualification pourrait être retenue si l'émission du *token* engendre une dilution des droits des actionnaires préexistants de l'entité émettrice. Le *token* serait également qualifiable de titre de capital si les droits de vote conférés par le *token* portent sur la gouvernance même de la société émettrice et non pas sur le projet *ad hoc* documenté par le *whitepaper*.

Plusieurs répondants indiquent, concernant les ICO réalisées par des personnes ou entités dépourvues de la personnalité morale, que la qualification de « société créée de fait » pourrait leur être appliquée. Dans cette perspective, il pourrait notamment être considéré que les souscripteurs de *tokens* sont des associés détenant des parts sociales. De ce fait, indiquent ces répondants, l'article 1841 du code civil interdisant aux sociétés n'ayant pas été autorisées par la loi de procéder à une offre au public¹⁷ de parts sociales sous peine de nullité des contrats conclus ou des titres de parts sociales émis, pourrait s'appliquer aux ICO réalisées par des personnes ou entités ne disposant pas de la personnalité morale.

Dans son document de consultation, l'AMF avait considéré que dans la mesure où les *tokens* (dont l'AMF a eu connaissance) ne semblent pas pouvoir, en principe, être qualifiés de titres financiers, ils ne devraient pas relever de la réglementation française relative à l'offre au public de titres financiers. **Les réponses reçues par l'AMF confortent pour l'essentiel cette analyse, la plupart des répondants considérant que la qualification de titre de capital n'est pas applicable aux *tokens*.**

Ainsi que l'ont noté certains répondants, la qualification de titre financier reste possible cependant dans les cas – rares, en pratique, selon les observations effectuées dans le cadre du programme UNICORN¹⁸ – où les *tokens* confèrent des droits politiques ou financiers analogues à ceux classiquement attribués aux actions ou aux actions de préférence. A cet égard, l'analyse juridique d'un *token* ne saurait être purement formelle, l'absence de certaines

¹⁵ L'article L. 228-1 alinéa 2 du code de commerce dispose que « les valeurs mobilières sont des titres financiers au sens de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier qui confèrent des droits identiques par catégorie ». Les valeurs mobilières sont des titres financiers (cf. article L. 211-2 du code monétaire et financier selon lequel « les titres financiers, qui comprennent les valeurs mobilières au sens du deuxième alinéa de l'article L. 228-1 du code de commerce (...) ») mais tous les titres financiers ne sont pas valeurs mobilières (exemple : les titres de créance négociables définis à l'article L. 213-1 du code monétaire et financier qui sont émis « au robinet », c'est-à-dire l'un après l'autre sans être fongibles entre eux).

¹⁶ Toutes les sociétés par actions peuvent, par principe, émettre tous types de valeurs mobilières (article L. 228-1 du code de commerce). Pour toutes les autres sociétés, l'article 1841 du code civil pose un principe d'interdiction sauf autorisation de la loi (ex : les sociétés à responsabilité limitée (L. 223-1 du code de commerce)). Le législateur semble étendre ce principe d'interdiction aux entités qui ne sont pas des sociétés (ex : les associations (L. 213-8 du code monétaire et financier) et les fondations (L. 213-21-1 A du code monétaire et financier) sont spécialement autorisées par le législateur à émettre des obligations).

¹⁷ Au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier.

¹⁸ Echanges avec 15 porteurs de projets ICO au cours de période de consultation.

caractéristiques classiques des actions, comme le droit au boni de liquidation ou le droit de vote, ne saurait, à elle seule, exclure nécessairement la qualification de titre de capital. Une analyse concrète, au cas par cas, de l'ensemble des caractéristiques du *token* doit par conséquent être privilégiée.

b) ICO et titres de créance

Une majorité de répondants considère que la qualification de titre de créance au sens de l'article L. 213-0-1 du code monétaire et financier n'est pas applicable si le titre concerné incorpore une créance qui n'est pas une créance de somme d'argent. Ces répondants font notamment valoir les arguments suivants : (i) les « *titres de créance* » sont une sous-catégorie des « *titres financiers* », qui sont eux-mêmes des « *instruments financiers* », ce qui impliquerait l'existence d'une créance monétaire ; (ii) la législation relative aux obligations utilise trois notions (« *valeur nominale* »¹⁹, « *intérêts* »²⁰, « *remboursement* »²¹) qui renvoient toutes à l'idée de créance de somme d'argent ; (iii) les titres de créance reposent principalement sur l'idée de crédit et de remboursement dont il découle le caractère financier de la chose remise au titre du remboursement et un terme à l'issue duquel le remboursement est dû ; (iv) les références aux « *marchés de capitaux* », à un « *règlement en espèces* » et à la notion de « *debt* » contenues dans la définition européenne de « *valeur mobilière* »²² ; (v) le législateur a dû préciser à quelles conditions les contrats qui se dénouent par la livraison physique d'un bien sont des instruments financiers ; et (vi) pour donner un sens opératoire à l'opposition titre de capital/titre de créance, il faut entendre le terme de créance au sens étroit comme portant sur une obligation monétaire.

Plusieurs répondants considèrent cependant que les *tokens* peuvent recevoir la qualification de titres de créance quand bien même ils n'incorporeraient pas une créance représentative d'une somme d'argent. Ils considèrent ainsi que les *tokens* incorporant un droit d'usage pourraient recevoir la qualification de titre de créance « *sui generis* »²³. Ils soulignent à cet égard que la législation en vigueur ne précise pas que le droit de créance doit avoir un objet monétaire et qu'en l'absence de définition de la notion de créance dans le code monétaire et financier et dans le code de commerce, il convient d'appliquer celle du code civil qui est très large. Ils relèvent aussi que la définition européenne de la notion de valeur mobilière est très large et que la liste d'exemples qu'elle contient n'est pas limitative. Selon ces répondants, également, le fait qu'une créance ne soit pas monétaire ne constitue pas un obstacle à ce qu'elle soit « incorporée » dans un titre. Ils relèvent enfin que certains titres de créance ont pu donner lieu à des paiements en nature.

Dans son document de consultation, l'AMF avait considéré que la notion de titre de créance ne paraissait pas, au regard des ICO dont l'AMF a eu connaissance, de nature à qualifier les *tokens* sur le plan juridique. **Les réponses reçues par l'AMF confortent pour l'essentiel cette analyse, la plupart des répondants considérant que la qualification de titre de créance n'est pas applicable aux *tokens*.**

Plusieurs répondants ont cependant indiqué, avec des arguments détaillés, que l'absence de créance représentative d'une somme d'argent n'est pas un obstacle dirimant à la qualification de titre de créance.

Au regard de l'ensemble des réponses reçues dans le cadre de la consultation et de l'analyse préliminaire menée par l'AMF, la notion de titre de créance ne paraît pas de nature à qualifier les *tokens* dont l'AMF a eu connaissance. Un tel constat pourrait être amené à évoluer si l'idée selon laquelle la « créance » peut avoir un objet autre qu'une somme d'argent venait à prévaloir.

¹⁹ Cette définition est prévue aux articles L. 213-5 du code monétaire et financier et L. 228-38 du code de commerce.

²⁰ Articles L. 228-65 du code de commerce et L. 213-6-1 du code monétaire et financier.

²¹ Articles L. 228-72 du code de commerce et L. 228-45 du code de commerce.

²² Article 4.1, point 44 de la directive 2014/65 (dite MIF 2).

²³ Article L. 228-36-A du code de commerce.

B. ICO et contrats financiers

Un répondant souligne l'importance de ne pas écarter l'analyse juridique des *tokens* sous l'angle des contrats financiers²⁴ quand bien même cette conclusion serait vraisemblablement négative. Un autre répondant souligne toutefois l'existence d'un précédent (en Suisse) relatif à un *token* susceptible de répondre à cette qualification. Dans ce contexte, il convient 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. ICO et intermédiation en biens divers (IBD)

Peu de réponses abordent la question de la qualification juridique des *tokens* en biens meubles incorporels. Une réponse considère que cette qualification est possible dans la mesure où la loi ne propose pas de définition précise de la notion de biens divers et que la pratique a conduit à y inclure une multitude de biens n'ayant pas nécessairement de point commun entre eux, hormis le fait d'avoir une dimension patrimoniale (*i.e.* ces biens peuvent être exprimés par une somme d'argent et sont appropriables) et de pouvoir faire l'objet d'un investissement. Ce même répondant regrette le caractère flou de cette catégorie et note que la notion de biens divers a fait l'objet d'une question prioritaire de constitutionnalité (QPC), reprochant à cette disposition de porter atteinte au principe à valeur constitutionnelle d'intelligibilité et d'accessibilité de la loi prévu à l'article 34 de la Constitution et au principe de légalité des délits et de peines garanti par l'article 8 de la Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen de 1789.

Un autre répondant estime que la qualification des *tokens* en biens meubles incorporels n'est pas adaptée dans la mesure où ceux-ci se réduisent à trois catégories de droits : (i) les droits réels et leurs démembrements (droits s'exerçant directement sur la chose qui en est l'objet : droit de propriété, usufruit, etc.) ; (ii) les droits de propriété intellectuelle qui font l'objet d'une protection légale particulière (droit d'auteur, brevet, etc.) et (iii) les droits personnels qui s'exercent contre une personne (créance, titre de créance, obligation contractuelle non monétaire, etc.) alors que les *tokens* ne se réduisent généralement à aucune de ces catégories de droits.

Au-delà de la question de la qualification du *token* en bien, le fait d'assimiler une opération d'ICO à une activité d'intermédiation en biens divers semble discutable pour certains répondants.

2 d'entre eux notent que la notion d'intermédiaire n'est pas appropriée dans le cadre des ICO dans la mesure où le porteur du projet est généralement également l'émetteur de *tokens* et par conséquent la contrepartie de l'investissement et non un intermédiaire.

Plusieurs d'entre eux soulignent, par ailleurs, que les conditions nécessaires à la qualification d'intermédiaire en biens divers ne sont pas réunies dans le cadre des ICO. En particulier, il semble difficile de considérer qu'un initiateur d'ICO réalise cette activité à titre habituel (critère de qualification en IBD).

Par ailleurs, le régime IBD 1²⁵ comprend deux conditions alternatives : soit les acquéreurs de biens n'en assurent pas eux-mêmes la gestion, soit le contrat leur offre une faculté de reprise ou d'échange et la revalorisation du capital investi. Or, dans le cadre d'une ICO, il est rare que les investisseurs n'assurent pas la gestion de leurs *tokens* ou que le *whitepaper* fasse état d'une promesse de rachat à prix revalorisé. Une réponse note toutefois que, dans certaines

²⁴ La notion de contrat financier ne fait l'objet d'aucune définition globale. Le législateur européen se cantonne à une énumération (Directive 2014/65/UE dite MiFID II du 15 mai 2014, annexe 1, section C) que le législateur français a ensuite repris aux articles L. 211-1 III et D. 211-1 A du code monétaire et financier.

²⁵ Régime relevant du I de l'article L. 550-1 du code monétaire et financier.

rare situations, une ICO pourrait relever de ce régime, par exemple si l'émetteur conservait les clés privées associées aux *tokens* émis, ou dans le cas où les *tokens* représenteraient des parts d'actifs financiers ou de propriété de biens matériels dont l'émetteur garderait la gestion (processus dit de « *tokenisation* » d'actifs).

Le régime IBD 2²⁶ quant à lui repose sur le fait que l'intermédiaire met en avant la possibilité d'un rendement financier direct ou indirect ayant un effet économique similaire. Or, plusieurs répondants notent que très peu de *whitepapers* mentionnent ces éléments.

Au-delà des critères conduisant à la qualification d'intermédiaire en biens divers, 3 autres réponses relèvent le caractère inadapté de certaines conditions d'accès à l'activité d'intermédiation en biens divers :

- la souscription d'une assurance de responsabilité civile professionnelle et d'une assurance couvrant les biens divers, en l'espèce les *tokens*, paraît à première vue délicate pour les initiateurs d'ICO dans la mesure où les services qu'ils offrent sont innovants ;
- l'ouverture d'un compte dédié à l'opération auprès d'un établissement de crédit habilité à exercer son activité en France prévue à l'article 441-1 du règlement général de l'AMF n'est également pas adaptée au fonctionnement d'une ICO dans le cadre de laquelle les fonds sont généralement récoltés sur un portefeuille électronique ;
- enfin, le contrôle par l'AMF préalablement à toute communication à caractère promotionnel ou à tout démarchage en vertu de l'article L. 550-3 du code monétaire et financier est là encore incompatible avec les ICO dans la mesure où le lancement d'un compte en ligne gratuit permettant d'héberger des référentiels ou l'existence d'un site internet dédié au projet sont autant de prérequis préalables au lancement d'une ICO.

Enfin, plusieurs réponses s'accordent à dire que certains types d'ICO pourront éventuellement relever de la réglementation IBD qui devrait être toutefois adaptée pour prendre en compte les spécificités de ces opérations, voire créer un nouveau régime IBD 3. Un répondant suggère à ce titre de soumettre les initiateurs d'ICO à un régime IBD allégé dans le cadre duquel l'initiateur de l'ICO ne serait pas tenu d'obtenir l'autorisation préalable de l'AMF avant de procéder à son offre ni de soumettre pour visa les documents relatifs à l'opération. Ces vérifications *a priori* seraient remplacées par un système de contrôle *a posteriori* à l'occasion duquel l'AMF pourrait demander que lui soient transmises les communications à caractère promotionnel afin de s'assurer qu'elles répondent bien aux exigences des régimes IBD 1 et 2. Cette approche permettrait de ne pas nuire à la rapidité de mise en œuvre des ICO tout en responsabilisant l'initiateur qui serait tenu de conserver un inventaire annuel de ses documents d'information et de créer une société bénéficiant d'une personnalité morale, laquelle pourrait faire l'objet de sanctions disciplinaires et pénales.

De façon générale, les observations des répondants rejoignent pour l'essentiel l'analyse de l'AMF, dans son document de consultation, **selon laquelle les ICO présentent des caractéristiques comparables à des offres de biens divers.**

Pour autant, certaines observations reçues dans le cadre de la consultation appellent les remarques suivantes :

S'agissant de la qualification des *tokens*, la QPC, évoquée par un répondant et portant sur l'intelligibilité des dispositions sur les IBD, doit être relativisée dès lors que le Conseil d'État ne l'a pas soumise au Conseil constitutionnel, au motif que « *la question soulevée, qui n'est pas nouvelle, ne présente pas un caractère sérieux* »²⁷.

²⁶ Régime relevant du II de l'article L. 550-1 du code monétaire et financier.

²⁷ Conseil d'État, 3 décembre 2014, n° 381019.

En outre, il convient de constater que seul un répondant estime que la qualification en bien meuble incorporel du *token* n'est pas adaptée, sans apporter de justification à cette analyse et sans proposer de qualification alternative.

Concernant les observations concluant à l'impossibilité pour les ICO de remplir les conditions des IBD, il apparaît que (i) le fait que le porteur du projet de l'ICO soit également l'émetteur des *tokens* n'est pas un obstacle à la qualification d'IBD, (ii) le critère selon lequel la proposition est faite à des clients « à titre habituel » est requis uniquement pour les IBD 1 et semble être satisfait par toutes les ICO dès lors que cette expression signifie que la proposition est faite à plusieurs personnes en même temps, et (iii) les aspects techniques des ICO tels que l'existence d'un site ou de services internet ne sont pas incompatibles avec le régime des IBD.

En particulier s'agissant du régime IBD 1, l'AMF est en accord avec les réponses apportées qui concluent au fait que, en pratique, peu d'ICO sont susceptibles de satisfaire les conditions prévues pour ce régime. En revanche, la remarque d'un répondant concluant à la présence d'un IBD 1 lorsque l'émetteur de l'ICO conserve les clés privées associées aux *tokens* émis n'apparaît pas fondée dans la mesure où l'AMF estime que la conservation du bien ne constitue pas un acte de gestion.

S'agissant du régime IBD 2, plusieurs objections concluent à l'impossibilité pour les ICO de respecter les garanties prévues par le règlement général de l'AMF. Pourtant, le respect de ces garanties n'est que la conséquence de la qualification juridique d'IBD. Aussi, l'impossibilité pratique de satisfaire ces garanties ne peut pas avoir pour effet d'exclure les ICO de la qualification d'IBD 2 au sens de la loi.

3. ICO et placements collectifs

Plusieurs répondants partagent l'analyse de l'AMF selon laquelle un *token* présentant les caractéristiques d'une part ou action d'un placement collectif devrait être soumis à la réglementation existante.

Une autre réponse estime que cette qualification ne peut pas s'appliquer aux *tokens* dans la mesure où les fonds levés dans le cadre d'une ICO sont destinés à financer un projet précis, l'initiateur n'ayant pas vocation à gérer ces fonds pour le compte de ses souscripteurs.

Les observations des répondants rejoignent l'analyse de l'AMF concluant à l'incompatibilité des caractéristiques des ICO avec la qualification de placement collectif.

4. ICO et crowdfunding

Plusieurs répondants déclarent partager l'analyse de l'AMF sur le caractère inadapté des statuts de conseiller en investissements participatifs (CIP) et de prestataire de services d'investissements (PSI) aux initiateurs d'ICO dans la mesure où ceux-ci ne fournissent pas de conseil, n'ont aucun rôle dans l'évaluation, la sélection et la présentation de projets à financer et n'offrent pas la possibilité d'investir dans un instrument financier.

En revanche, 2 répondants estiment que les ICO peuvent être considérées comme une nouvelle forme de 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 internet afin de collecter des fonds en vue d'obtenir un financement pour un projet spécifique.

2 répondants analysent enfin l'ICO au vu du régime des intermédiaires en financement participatif (IFP), activité qui relève du champ de compétence de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR).

Les observations des répondants rejoignent l'analyse de l'AMF au terme de laquelle les statuts de conseiller en investissements participatifs (CIP) et de prestataire de services d'investissements (PSI) ne sont pas adaptés aux ICO.

5. Autres qualifications juridiques envisageables

Certains répondants ont attiré l'attention de l'AMF sur la possibilité que d'autres réglementations s'appliquent à ce type d'opération. Parmi celles-ci, le droit de la consommation, le droit des services de paiement et le droit des données personnelles notamment.

S'agissant du **droit de la consommation**²⁸, la directive 2000/31/CE sur le commerce électronique du 8 juin 2000, la directive 2011/83/EU relative au droit des consommateurs du 25 octobre 2011 et les dispositions du code de la consommation relatives aux clauses abusives sont citées comme potentiellement applicables aux opérations d'ICO. Selon que les parties intéressées à l'ICO puissent être qualifiées de professionnels ou de consommateurs, de nombreuses conséquences peuvent en découler, telles qu'une obligation d'information précontractuelle à la charge du professionnel ou un droit de rétractation en faveur du consommateur.

S'agissant des **services de paiement**, 3 répondants relèvent que certaines ICO pourraient également relever de cette réglementation, mais rappellent la possibilité de bénéficier dans certains cas d'une exemption d'agrément en qualité d'établissement de paiement ou d'établissement de monnaie électronique²⁹.

S'agissant du **traitement des données personnelles**, plusieurs répondants considèrent que le règlement général sur la protection des données³⁰ (« RGPD ») pourrait s'appliquer lorsque des données personnelles sont traitées au cours d'une opération d'ICO. Applicable à compter du 25 mai 2018, ce règlement européen permettra notamment aux personnes concernées d'exiger de l'initiateur qu'il facilite l'accès à leurs données personnelles ou qu'il les efface au titre du droit à l'oubli.

Certains répondants ont enfin souligné l'incompétence de l'AMF, en l'état actuel des textes, concernant les *tokens* qui ne relèveraient ni des réglementations relatives aux instruments financiers ni de celles relatives aux intermédiaires en biens divers. Ils recommandent par conséquent qu'une telle compétence lui soit attribuée, en modifiant par exemple l'article L. 621-1 du code monétaire et financier.

6. Autres éléments à prendre en compte dans l'analyse juridique

La majorité des répondants insiste sur la nécessité de proposer une classification des *tokens* en fonction des droits, contreparties ou avantages auxquels ils donnent accès, ce qui permettrait de préciser le régime juridique associé à chaque type de *token*. A l'inverse, un répondant considère qu'il ne serait pas pertinent de réaliser une telle typologie dans la mesure où des nouvelles caractéristiques sont susceptibles d'apparaître à chaque nouvelle ICO.

Par ailleurs, les réponses suggèrent que l'analyse de la qualification juridique des *tokens* devrait tenir compte des éléments complémentaires suivants :

²⁸ La possible application du droit de la consommation est évoquée par une dizaine de répondants.

²⁹ ACPR, Position n° 2017-P-01 relative aux notions de « réseau limité d'accepteurs » et de « éventail limité de biens et services », 25 octobre 2017.

³⁰ Règlement (UE) 2016/679 du Parlement européen et du Conseil du 27 avril 2016 relatif à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et à la libre circulation de ces données, et abrogeant la directive 95/46/CE.

- le *whitepaper*, le modèle d'affaires de la société émettrice ainsi que son modèle financier ;
- l'inscription en *blockchain* des *tokens* et l'absence de dépositaire central ;
- le caractère négociable ou non des *tokens* et l'existence d'un marché secondaire apportant de la liquidité aux *tokens* et renforçant leur similitude avec les instruments financiers voire l'existence d'un contrat d'animation du marché secondaire entre l'émetteur et un intermédiaire ;
- au-delà des droits qu'ils confèrent, le caractère spéculatif ou non des *tokens* ainsi que les modalités de leur transfert / cession ;
- la nature et les caractéristiques de la *blockchain* sous-jacente à la vente des *tokens* ;
- l'influence de l'émetteur sur la *blockchain* sur laquelle sont émis les *tokens* ;
- la possibilité d'occurrence de *forks* ou de *hard spoons* ; et
- l'intention du souscripteur, à savoir si le *token* est acheté uniquement dans une perspective morale (souscription-don), dans une logique de profit ou d'économie (souscription-investissement) ou dans une recherche de droit d'accès ou d'usage (souscription-adhésion).

III - Avis des répondants sur le contenu du document d'information (*whitepaper*) et sur les obligations devant être respectées par les initiateurs de projets

Les répondants estiment unanimement que toute ICO doit donner lieu à la rédaction d'un *whitepaper* aux fins d'informer les investisseurs. S'agissant du format et du contenu du *whitepaper*, les avis sont en revanche plus nuancés.

1. Informations minimales qui font consensus parmi les répondants

L'ensemble des répondants considère que le *whitepaper* devrait comporter *a minima* des informations sur les éléments suivants :

- le projet lié à l'ICO et son évolution ;
- les droits conférés par le *token* ;
- la juridiction compétente en cas de litige ; et
- le traitement économique et comptable des fonds collectés dans le cadre de l'ICO.

2. Informations sur les porteurs de projets

La quasi-totalité des répondants estime qu'il est nécessaire que le *whitepaper* identifie la personne morale responsable de l'offre, leurs dirigeants ainsi que leurs compétences. Un répondant considère même que les *whitepapers* devraient contenir les expériences professionnelles des porteurs de projets, leurs précédents projets ainsi que des informations sur leur casier judiciaire.

Un répondant considère toutefois que l'identification du responsable de l'offre devrait être fortement recommandée sans constituer pour autant une obligation. En effet, le répondant estime que « *toute une gamme de projets complètement décentralisés ne pourront satisfaire à ce critère* ». Ce répondant estime qu'il y aura à l'avenir de nombreuses applications anonymes, y compris au niveau des personnes à l'initiative de l'ICO. Ainsi, imposer qu'il y ait une personne morale associée à tout projet d'ICO empêcherait les créations dites *open source*.

3. Visa d'une autorité, d'une association professionnelle ou d'une autre institution de référence sur le *whitepaper*

La quasi-totalité des répondants qui s'expriment sur cette question estime qu'il est nécessaire que les *whitepapers* soient visés par une institution. Parmi ces répondants :

- une partie significative ne précise pas quelle institution devrait viser les *whitepapers* ;
- la moitié des répondants estime que l'AMF est la mieux placée pour faire ces diligences, quelques répondants estimant que ce devrait être une association sous l'égide de l'AMF ; et
- enfin, quelques répondants proposent la création d'une agence *ad hoc*.

Un répondant estime que l'AMF devrait viser les *whitepapers* sur demande des porteurs de projets ou sur demande d'un nombre minimum d'investisseurs potentiels français.

Enfin, un répondant propose que l'AMF ne se limite pas à viser les *whitepapers* et qu'elle labélise les ICO pour les classer par niveaux de risque selon un ensemble de critères établis, en s'appuyant, le cas échéant, sur les certifications par des experts indépendants notamment sur le code applicatif.

4. Validation des *whitepapers* par des experts indépendants

Les opinions des répondants sont très variées sur la question de savoir si les *whitepapers* doivent être validés par des experts indépendants :

- un tiers des répondants estime qu'il ne faut pas rendre obligatoire ce type de validation par des experts, au motif que les ICO sont diverses, que cela alourdirait les processus sans pour autant garantir une bonne qualité des projets. Il est par ailleurs observé que les experts sollicités par les initiateurs d'ICO sont souvent en situation de conflit d'intérêts ;
- deux tiers des répondants estiment, à l'inverse, qu'il faut rendre obligatoire une telle validation. Pour autant, les types d'experts évoqués par les répondants sont très variables. Les propositions d'expertise les plus citées sont les suivantes : un audit du code informatique par des experts, une validation comptable par des commissaires aux comptes, une expertise économique sur le secteur concerné par l'ICO et sur le *token* objet de l'offre, des validations en matière de sécurité (*data protection officer*, teneur de compte de séquestre numérique, prestataire qualifié par l'ANSSI, etc.), le recours à des avocats pour la documentation, une validation du respect de bonnes pratiques ou encore la notation des projets.

5. Transparence lors des phases de vente et de prévente

Une large majorité de répondants est favorable à une forte transparence lors de la vente de *tokens* et lors de prévente, le cas échéant.

Plusieurs répondants alertent l'AMF sur les risques de manipulation du marché des *tokens* auxquels seront exposés les investisseurs si des règles de transparence ne sont pas fixées et respectées par les porteurs de projets.

Un répondant évoque en détail « trois grands risques » au détriment de l'investisseur :

- le risque de perte de valeur du *token* acheté par l'émission d'un grand nombre de *tokens* distribués à titre gratuit, à titre de rémunération ou au titre de la constitution d'une réserve ;
- la prévente à prix préférentiel (ou une succession de phases de préventes avec des prix croissants) avant la vente, ce qui à grande échelle constituerait un système de Ponzi, dans lequel les derniers acheteurs (ceux de l'ICO publique) financent les premiers acheteurs sans le savoir ; et
- la constitution de *Whale clubs*, des groupes d'investisseurs qui se constituent avec l'objectif de manipuler les marchés. Ces groupes proposent des modèles consistant à investir massivement au début de l'ICO avec l'objectif de susciter une exposition médiatique pour attirer des investisseurs. Ces *Whale groups* contacteraient souvent l'équipe porteuse de l'ICO pour négocier une distribution avantageuse à la manière d'une collecte pré-ICO.

Un quatrième risque est identifié par un répondant, à savoir :

- le risque de récupération par l'émetteur des fonds levés au détriment des acheteurs de *tokens*, par un achat par l'émetteur de ses propres *tokens* pendant l'ICO à l'aide des fonds levés avec les premières ventes. En réitérant le procédé pendant l'ICO, cette méthode permettrait de gonfler artificiellement le nombre de *tokens* émis et parmi eux la proportion de *tokens* conservés par l'émetteur, au détriment des investisseurs qui subissent une perte de valeur de leurs *tokens* par effet de dilution.

Pour gérer ces risques d'abus de marché, les répondants insistent sur plusieurs éléments relatifs à la transparence :

- le nombre et la proportion de *tokens* attribués à titre gratuit, au titre d'une réserve ou à titre de rémunération, devraient être rendus publics ; plusieurs répondants plaident pour que l'identité des personnes à qui ils sont attribués soit également précisée dans le *whitepaper*, de manière à révéler les conflits d'intérêts potentiels des dirigeants et des prestataires de toute nature ;
- le nombre et la proportion des *tokens* pré-vendus, les dates et conditions d'entrée, devraient également faire l'objet d'informations détaillées ;
- le nombre de *tokens* vendus lors de l'ICO devrait être publié selon plusieurs répondants, de même que le montant des fonds levés. Un répondant suggère d'imposer en outre un délai pour la publication du total des ventes, fixé à 2 semaines après l'ICO par exemple ;
- le nombre de *tokens* émis ou à émettre devrait être communiqué clairement ; et
- enfin, le rachat par l'émetteur de ses propres *tokens* devrait être soit interdit, soit autorisé uniquement si les *tokens* rachetés sont détruits et si l'opération est mise en œuvre de façon transparente.

Par ailleurs, un répondant se prononce en faveur de l'interdiction des phases de prévente. Un autre répondant déconseille la pratique de la prévente, à moins qu'elle ne soit clairement justifiée et qu'elle fasse l'objet d'informations complètes quant à ses critères d'éligibilité, de souscription et de prix.

Un cabinet d'avocats estime enfin qu'il est nécessaire que les porteurs de projets informent les détenteurs de *tokens* de l'état d'avancement de leur projet après l'ICO, dans la durée, selon une périodicité à fixer (par exemple trimestrielle).

6. Standardisation du *whitepaper*

Les répondants sont, à une large majorité, favorables à ce que les *whitepapers* soient standardisés. Un répondant estime qu'il conviendrait de prévoir un modèle de *whitepaper* par typologie de *tokens* offerts : régimes biens divers 1 et 2, droits financiers, droits de vote, droits d'usage, droits sur des parts de capital, droit à des services.

A l'opposé, une minorité de répondants est contre le fait d'imposer un tel standard. Un répondant estime par exemple qu'une ICO ne doit pas être interdite parce que son *whitepaper* ne serait pas « standard », mais que ce point peut être pris en compte dans sa notation ou, le cas échéant, faire l'objet d'une mise en garde adéquate auprès des souscripteurs.

Un répondant ajoute que l'ensemble des informations comprises dans le *whitepaper* doit être présenté dans un format compréhensible par les investisseurs, y compris ceux qui ne sont pas spécialistes en technologies.

7. Avertissement sur les risques liés au caractère non régulé des ICO

Les répondants considèrent à l'unanimité qu'un avertissement sur les risques liés au caractère non régulé des ICO est pertinent. Un répondant ajoute que cet avertissement devrait être clairement accessible avant l'accès à l'interface permettant d'investir, et qu'il devrait être rédigé au minimum en français et en anglais, pour un internaute connecté depuis la France.

8. Autres bonnes pratiques mentionnées par les répondants au sujet du *whitepaper*

Selon un répondant, le *whitepaper* devrait contenir des informations sur la *blockchain* sur laquelle la vente de *token* est réalisée. Selon un autre répondant, le *whitepaper* devrait en outre contenir un lien vers le code source de l'ICO. De plus, dans la mesure où le *smart contract* utilisé pour l'ICO pourrait, malgré tous les efforts entrepris, comporter des erreurs ou des vulnérabilités, le *whitepaper* devrait préciser en amont qui subira les pertes en cas d'anomalies.

Un répondant propose par ailleurs que les *whitepapers* prévoient :

- un montant minimum et un maximum de souscription pour la levée de fonds (remboursement aux investisseurs si le montant minimum n'a pas été atteint ; à l'inverse, fermeture de la collecte et constitution d'une liste d'attente si le maximum est atteint ; cette liste d'attente servant à mesure que les dossiers clients sont vérifiés, si des dossiers ne passent pas les tests dans le cadre de la LCB-FT) ;
- les modalités de remboursement des investisseurs ;
- le processus de détermination de la valeur du *token* ainsi que les possibilités d'échanges avec d'autres crypto-« monnaies » ;
- une liste des partenariats prévus avec des plateformes permettant d'acquérir ou d'échanger des *tokens* (marché secondaire) et les caractéristiques de fongibilité des *tokens* ; et
- les modalités de « sauvegarde » des droits sur les *tokens*.

Enfin, un répondant estime que le *whitepaper* devrait être précis et concis (15 à 20 pages), quitte à ce qu'il contienne des annexes techniques pour compléter la documentation.

9. Séquestre des fonds levés

La grande majorité des répondants est favorable à l'instauration de règles ou bonnes pratiques spécifiques pour les fonds collectés en crypto-« monnaies », qui pourraient prendre la forme de l'obligation de recourir à un portefeuille électronique verrouillé par plusieurs signatures (« *multisig wallet* »). Certains estiment toutefois que cette mesure ne devrait être imposée qu'aux ICO prévoyant de lever des montants significatifs ou uniquement pour les opérations dans le cadre desquelles le *whitepaper* prévoirait un seuil plancher de fonds levés en deçà duquel les acheteurs de *tokens* seraient remboursés. Un répondant note toutefois qu'il serait difficile de définir précisément la forme que devrait prendre ce compte séquestre dans la mesure où celle-ci peut être amenée à évoluer, bien qu'aujourd'hui la forme la plus communément admise semble être celle du *multisig wallet*.

Un répondant estime que si ce type de protection a un sens dans le monde intermédié et centralisé, il peut conférer un sentiment de sécurité inapproprié dans le domaine des ICO dans la mesure où la réalité du séquestre, sa robustesse et l'absence de collusion frauduleuse entre les signataires seront impossibles à vérifier en pratique. Face à ce risque, un répondant propose que le *multisig wallet* fasse l'objet d'une vérification de mise en œuvre par un organisme indépendant disposant des compétences techniques nécessaires en matière de *blockchain* et de cyber-sécurité. Un autre souligne que la procédure de désignation des personnes détenant les clés permettant de débloquer les fonds devra être soigneusement définie afin d'écartier tout soupçon de collusion et d'éviter un blocage institutionnel. 2 répondants suggèrent de confier *a minima* l'une des clés du *multisig wallet* à un tiers indépendant ayant un pouvoir de contrôle avant le déblocage des fonds. Un autre répondant suggère de rendre publique l'identité des détenteurs de clés ; il propose par ailleurs d'utiliser ce dispositif comme un outil potentiel de résolution des litiges assimilable à un arbitrage et où l'arbitre détiendrait l'une des clés permettant de débloquer les fonds.

2 répondants proposent d'accompagner le dispositif du *multisig wallet* par l'obligation de soumettre le code sous-jacent au projet à consultation publique par le biais de sites spécialisés, tels que GitHub par exemple. 2 répondants proposent que les fonds soient libérés au fur et à mesure du développement du projet, selon les étapes précisées dans le *whitepaper*.

10. Dispositif LCB-FT

La très grande majorité des répondants partage l'analyse de l'AMF sur la nécessité de prévoir un dispositif de prévention du blanchiment et financement du terrorisme. Néanmoins les avis divergent quant à l'opportunité de faire reposer la responsabilité du respect de ces exigences sur l'initiateur de l'ICO. Certains se demandent également si les dispositifs mis en place au niveau des plateformes d'échange de *tokens* et de crypto-« monnaies » vers des monnaies ayant cours légal suffisent à ce jour. Un certain nombre de réponses s'accordent pour recommander à l'initiateur de l'ICO de réaliser une KYC allégée comportant *a minima* un contrôle de l'identité du souscripteur et une déclaration sur l'honneur de l'origine des fonds. A cet égard, plusieurs réponses jugeraient utile de définir une procédure KYC standardisée. Plusieurs réponses estiment que la procédure de KYC devrait être graduelle en fonction des montants investis ; ainsi, pour les montants significatifs, le souscripteur pourrait être tenu de fournir un justificatif de l'origine de ses fonds.

S'agissant de l'opportunité de recommander le recours à un tiers agréé, les répondants ont des opinions divergentes : certains y sont favorables et suggèrent que soit proposée une liste de prestataires certifiés, d'autres estiment que la notion de tiers de confiance est antinomique avec le principe de la *blockchain*. Concernant les diligences que les initiateurs d'ICO pourraient mener auprès des plateformes d'échanges, plusieurs réponses suggèrent que les initiateurs d'ICO vérifient auprès de chacun de leurs souscripteurs que ceux-ci ont converti leurs espèces en crypto-actifs sur une plateforme reconnue comme ayant satisfait aux obligations en matière de contrôle de l'origine des fonds et de l'identité du client de la plateforme.

11. Valorisation des *tokens*

La majorité des répondants estime que la valorisation des *tokens* doit rester à la main de l'initiateur de l'ICO. Le prix final est déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande sur la base d'une information qui doit être de qualité et qui doit éclairer les investisseurs sur le caractère sérieux et le potentiel du projet de l'émetteur. Ainsi, plusieurs réponses mentionnent qu'il serait utile que l'initiateur de l'ICO fournisse une explication de la méthode employée pour valoriser le *token* dans le *whitepaper*. Néanmoins quelques réponses jugent que le recours à un cabinet d'audit ou d'expertise financière indépendante pourrait utilement compléter l'appréciation de l'initiateur de l'ICO.

12. Nécessité de limiter la souscription des *tokens* à un type d'investisseurs

La très large majorité des réponses estime qu'une telle mesure ne serait pas pertinente dans la mesure où cela risquerait de dissuader tout initiateur d'ICO de réaliser son opération sur le territoire français.

13. Informations post-ICO à communiquer aux souscripteurs

La majorité des réponses souhaite privilégier la transparence et l'information plutôt que d'essayer d'encadrer les pratiques, ce qui semble inadapté compte tenu de la diversité des projets. Ainsi, la plupart estime que le *whitepaper* devrait faire état de la nature des informations qui seront communiquées aux investisseurs une fois la levée de fonds terminée ainsi que la fréquence à laquelle elles seront communiquées. Parmi les informations qu'il serait pertinent de communiquer aux investisseurs, les réponses mentionnent :

- le suivi en continu du nombre de *tokens* en circulation, leur répartition entre ceux détenus par les investisseurs et la part maintenue en réserve par l'émetteur, les adresses électroniques sur lesquelles ces réserves ainsi que les fonds collectés en crypto-« *monnaies* » sont stockés, et un suivi des montants levés (exprimés en crypto-« *monnaies* » et en euros) ;
- la publication de la clôture de l'offre, anticipée ou à la date limite prévue, et de son résultat (succès ou échec) ;
- les informations relatives à l'existence de programmes de rachat de *tokens* et aux modalités de versement de fruits aux détenteurs de *tokens* ;
- l'état d'avancement du projet et en particulier du développement de la technologie sous-jacente ;
- l'utilisation des fonds (développement commercial, recrutements, etc.) ;
- les partenariats éventuels avec les plateformes d'échange et marché secondaire ; et
- plus généralement, tout élément financier susceptible d'impacter la valeur des *tokens* (fusion, rachat, prévisionnel de la dilution des *tokens* détenus par l'émetteur).

Un répondant note également qu'il pourrait être pertinent de prévoir les modalités d'interaction entre les porteurs de *tokens* et l'émetteur. Cela permettrait d'informer les souscripteurs sur les pouvoirs et la représentation des souscripteurs de *tokens* au sein de l'émetteur, notamment en cas de modifications en cours de vie du *token*.

Plusieurs réponses, enfin, sont favorables à la fixation d'un plafond au-delà duquel les fonds ne seront plus acceptés. Ce plafond doit être cohérent avec le projet et permettrait d'éviter des détournements potentiels.

14. Traitement économique et comptable des fonds levés

La majorité des répondants appelle les autorités compétentes, en l'espèce l'ANC et la CNCC, à clarifier le traitement comptable et fiscal des levées de fonds réalisées via des ICO.

Plusieurs d'entre eux notent néanmoins que, compte tenu de la diversité des projets et des *tokens*, il sera difficile d'arrêter un modèle unique et l'appréciation devra se faire au cas par cas.

2 répondants estiment qu'il n'est pas nécessaire d'adapter le plan comptable, les *tokens* pouvant parfaitement y entrer dès lors qu'ils auraient fait l'objet d'une catégorisation préalable permettant de déterminer leur nature juridique.

15. Autres suggestions sur des points non abordés par la consultation de l'AMF

Selon plusieurs répondants, il manque dans la consultation de l'AMF un volet sur la **sécurité informatique**. Certains répondants ont suggéré en outre :

- le cas échéant, un **rating de la blockchain** utilisée pour réaliser l'ICO en tant que bonne pratique ;
- la fourniture d'informations sur la **gouvernance** de cette *blockchain*, sur les procédures et les modalités de sécurisation de la vente ;
- une **clarification de la fiscalité des ICO**, pour que le cadre français puisse être attractif ;
- un **encadrement des plateformes d'échange**, pour éviter qu'elles agissent de manière opaque et soient sujettes à manipulations.

IV – Options de régulation souhaitées par les répondants

Pour mémoire, dans son document de consultation, l'AMF avait constaté que si une partie des ICO observées pourrait relever de dispositions légales existantes (réglementation applicable aux intermédiaires en biens divers, à l'offre au public de titres financiers ou aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, notamment), la plupart de ces émissions devrait rester, en l'état actuel du droit, en dehors de toute réglementation dont l'AMF assure le respect.

Trois options pour encadrer les ICO avaient ainsi été envisagées dans le document de consultation :

- **option 1** : promouvoir un guide de bonnes pratiques à droit constant ;
- **option 2** : étendre le champ des textes existants pour appréhender les ICO comme des offres de titres au public ;
- **option 3** : proposer une législation nouvelle, adaptée aux ICO (avec une sous-option 3A : régime obligatoire, et une sous-option 3B : régime optionnel).

Les répondants ont formulé des préférences, certains choisissant une seule option, d'autres deux options, d'autres enfin souhaitant une combinaison d'options selon la taille des opérations. Plusieurs conclusions peuvent être tirées de ces réponses :

- **l'option 1** (élaboration de règles de bonne conduite non contraignantes) recueille un nombre significatif d'avis favorables (près d'un tiers). Cette option est cependant la plus souvent « combinée » avec d'autres options de régulation plus contraignantes :

seulement un dixième des répondants est favorable à des règles de bonne conduite en excluant toute règle de droit contraignante. Pour beaucoup de répondants, à l'inverse, les règles de bonne conduite (option 1) sont perçues comme un passage nécessaire, à privilégier à court terme pour encadrer les ICO en vue d'écrire dans un deuxième temps des règles de droit plus contraignantes (option 3), et non comme une fin en soi, ni comme une situation souhaitable à long terme ; et

- **l'option 2 (réglementation prospectus élargie) est exclue par la quasi-totalité des répondants.** En effet, seuls 3 répondants l'ont mentionnée comme option à privilégier ;
- **l'option 3 (nouvelle réglementation *ad hoc*) est plébiscitée par près de deux-tiers des répondants qui se sont exprimés. C'est l'option 3B (législation *ad hoc* à caractère optionnel pour les initiateurs d'ICO) qui recueille la grande majorité des réponses en faveur de la création d'un nouveau cadre législatif.**

Entre les règles de bonne conduite non contraignantes (option 1) et la régulation par de nouvelles règles contraignantes pour toutes les ICO (option 3A), **l'option 3B est vue par une majorité de répondants comme une solution équilibrée** permettant une approche pragmatique des ICO.

V – Principales orientations dégagées à l'issue de la consultation publique

Le choix d'un régime de visa optionnel a la faveur de la majorité des répondants. Dans l'hypothèse de la mise en place d'un tel régime, 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. Les offres réalisées sans visa ne seraient pas nécessairement illicites. Elles devraient cependant contenir un avertissement à l'attention des investisseurs potentiels indiquant qu'elles n'ont pas reçu de visa et que l'opération présente des risques pour les investisseurs. A défaut de contenir cet avertissement, les offres de *tokens* pourraient donner lieu à sanction.

Un tel cadre permettrait de protéger les investisseurs en attirant sur le territoire les projets innovants de qualité tout en décourageant les offres frauduleuses qui semblent nombreuses à l'échelle internationale.

Le Collège de l'AMF a donc décidé de poursuivre le travail relatif à la définition d'un possible cadre juridique spécifique aux ICO en précisant les informations et garanties appropriées qui sont nécessaires.

Il estime tout d'abord que ce nouveau régime devrait permettre d'appréhender toutes les formes d'ICO et de prévoir des garanties suffisantes pour les investisseurs quelles que soient les évolutions de ce type d'offres.

Par ailleurs, s'agissant des garanties devant être apportées aux investisseurs, le Collège de l'AMF estime qu'une attention toute particulière devrait être apportée aux risques de blanchiment ainsi qu'à la question de la protection des investisseurs sur le marché dit « secondaire » (achat ou cessions de *tokens* sur un marché après l'ICO). L'opportunité d'exiger l'intervention d'experts indépendants dans le cadre des ICO et l'étendue de leurs éventuelles missions devraient également être précisées. Les réflexions sur certains de ces sujets seront menées en coordination avec les autres autorités publiques concernées.
