

Réglementation des Initial Coin Offerings: un oxymore?

Par **France Digitale** et **La ChainTech**
Janvier 2018



France Digitale est une association loi 1901 fondée en 2012, dont la mission est de créer les conditions propices à l'émergence des champions numériques en France. Elle réunit plus de 700 membres startups et investisseurs (fonds de capital-risque et business angels). France Digitale est née de deux constats d'entrepreneurs et investisseurs: d'une part une incompréhension générale du potentiel économique et social apporté par les technologies numériques, d'autre part la difficulté de l'économie française à créer de nouveaux champions économiques. Plus d'informations sur <http://francedigitale.org>.

La ChainTech est une association ayant pour objet de représenter et coordonner les startups blockchain francophones. Avec plus de 230 membres dont la plupart sont des startups et projets français, La ChainTech est la principale association blockchain de France et l'une des plus importantes d'Europe. La ChainTech est l'interlocuteur privilégié des pouvoirs publics et des institutions dans leurs relations avec l'écosystème blockchain. Plus d'informations sur <https://chaintech.fr>.

L'Institut Sapiens est la première Think tech française. Organisme indépendant à but non lucratif, sa vocation est de peser sur le débat économique et social afin de replacer l'humain au coeur du numérique. Plus d'informations sur <http://institutsapiens.fr>

Sommaire

An abstract geometric pattern consisting of numerous overlapping, thin white lines on a blue background. The lines form a complex, interconnected web of triangles and polygons, creating a sense of depth and complexity. The pattern is most dense in the center and right side of the page, fading towards the left.

Synthèse	06
Introduction	08
1. Qu'est-ce qu'une Initial Coin Offering?	10
2. Réglementer, pourquoi ?	11
3. La réglementation des ICOs dans le monde	12
4. Réglementer, mais quoi ?	13
5. Réglementer, comment ?	15
6. Quelles autres normalisations des ICOs?	20

Synthèse

Seule une réglementation souple associant la délivrance d'un visa par le régulateur et un système de mise en garde pour les offres dépourvues de visa assainira et pérennisera le développement des ICOs, assurera l'attractivité de la France et protégera les investisseurs.

Les Initial Coin Offerings (ICOs) constituent un mode de levée de fond par l'émission d'actifs numériques (ou jetons) dans le but de financer un projet à un stade très préliminaire. Les ICOs rompent avec les modes de financements traditionnels et posent de nombreux défis réglementaires.

A ce jour, les montants levés par plus de 500 opérations d'ICOs sont estimés à 4 milliards de dollars.

Lors d'une opération d'ICO, les jetons sont acquis par des investisseurs particuliers par le biais des cryptomonnaies. Ils confèrent à l'acquéreur des droits particuliers qu'il pourra exercer une fois le projet développé.

Cependant, un jeton émis n'est pas à proprement parler un actif physique qui puisse être détenu par une personne. **Il s'agit en réalité d'une unité de compte enregistrée sur la blockchain.**

Face à la diversité des projets d'ICOs et des droits conférés par les jetons, la qualification juridique des jetons est le premier frein à la mise en place d'un régime juridique. Plusieurs régulateurs nationaux ont pour l'instant adopté une approche au cas par cas.

La France doit se doter d'un arsenal réglementaire, fiscal et comptable pour pérenniser le développement des ICOs et distinguer les projets frauduleux de ceux fiables.

La réglementation à adopter en France doit suivre les préconisations suivantes :

Ne pas limiter le nombre d'acquéreurs, qui rendrait caduque les effets de réseau. Pour limiter les risques que les ICOs servent au

blanchiment d'argent ou au financement du terrorisme, il faut instaurer une politique de KYC (« know your customer »). Cependant, ce processus doit être suffisamment souple pour ne pas brider l'innovation, tout en fournissant les garanties nécessaires pour protéger l'acquéreur.

L'édition d'un white paper actualisé chaque année est nécessaire. Cette documentation juridique doit comprendre les conditions générales, la description du projet, les modalités juridiques et une information technique pour informer l'investisseur.

Les opérations ICOs doivent aussi être sécurisées en créant un compte de séquestre permettant de bloquer les fonds collectés et en développant des procédures de gouvernance au moyen de plusieurs signatures simultanées (« multi-sig wallet »).

Ultimes points de blocage à la normalisation des ICOs: la définition d'un **modèle comptable** et le **traitement fiscal** des jetons. Une réglementation efficace des ICOs ne peut faire l'impasse sur ces deux éléments. Des règles peu claires quant à l'émission de factures lors de la souscription des jetons, une surfiscalisation des plus-values pour les particuliers, des incertitudes sur le traitement fiscal pour les entreprises sont autant de freins au développement des ICOs.

Introduction

« Tenter de résoudre les questions du futur avec les outils du passé, c'est un exercice vain et futile »

MOSES MA,
FutureLab Consulting, lors
d'une conférence sur les ICOs
en octobre 2017.

Moses Ma résume ainsi la problématique des ICOs: faut-il encadrer ces OVNI technologiques? Si oui, avec les réglementations existantes ou faut-il leur créer un régime spécifique?

Souvent comparés au crowdfunding ou aux Initial Public Offerings (« IPOs ») d'une entreprise, les Initial Public Coin Offerings (« IPCOs » plus communément appelés ICOs) constituent un mode de levée de fonds par l'émission d'actifs numériques, ou jetons. Ces jetons sont acquis par des investisseurs particuliers par le biais des cryptomonnaies. Les ICOs rompent avec les modes de financements traditionnels.

A ce jour, les montants levés par plus de 500 opérations d'ICOs sont estimés à 4 milliards de dollars.¹ Cette méthode de financement alternatif et rapide est de plus en plus prisée par les entrepreneurs. A l'origine destinée à financer des projets de création de protocole blockchain à forte dimension recherche et développement (R&D) et sans but lucratif, l'émission de jetons numériques a été utilisée pour financer des projets à vocation commerciale. Dans ce cas, les ICOs constituent un nouveau mode de levée de fonds s'apparentant à du capital-risque.

Les opérations d'ICOs se déroulent en dehors de tout cadre juridique

permettant de considérer les jetons comme un actif particulier. Par leur nature non réglementée, elles ont attiré un nombre croissant d'activités frauduleuses. Pour prémunir les ICOs contre les escroqueries et maximiser leur crédibilité auprès des acquéreurs de jetons, les initiateurs d'ICOs ont développé un ensemble de bonnes pratiques et eu recours aux conseils d'avocats spécialisés. L'absence d'un cadre réglementaire complique leur démarche.²

Pour pérenniser le développement des ICOs, la définition d'un cadre juridique, réglementaire, comptable et fiscal est indispensable. Ce cadre découlera de la qualification juridique donnée aux jetons. C'est sur ce point qu'achoppe toute réflexion. Par la variété des droits conférés par le jeton, aucune qualification générique ne peut lui être appliquée.

Plusieurs régulateurs nationaux se sont penchés sur le sujet. En France, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) a lancé en octobre 2017 une consultation publique sur la réglementation des ICOs. La présente publication s'inscrit dans cette lignée et offre des réponses aux défis réglementaires soulevés par les ICOs. Elle s'appuie sur l'analyse développée par La ChainTech et France Digitale lors de la consultation publique lancée par l'AMF.

1. [Smith and Crown, A Framework for ICO/Token Sale Self-Governance, 29 Décembre 2017](#)

2. [Voir les récits de Jason Goldberg \(CEO of Simple Token\), « Insider reflections of the ICO Bubble », Medium, Décembre 2017](#)

1. Qu'est-ce qu'une Initial Coin Offering?

Utilisant la technologie blockchain, une ICO consiste en la vente au public de jetons numériques (ou « crypto-tokens ») dans le but de financer un projet à un stade très préliminaire. Les jetons sont acquis via des cryptomonnaies (telles bitcoin ou ether). Ils confèrent à l'acquéreur des droits particuliers - droit politique, comme le vote, droit aux services, comme le stockage de données, l'accès à un service premium, etc, ... - qu'il pourra exercer une fois le projet développé.³ Les fonds sont levés lors de la vente des jetons, souvent divisée en pré-vente et vente générale.

Un jeton émis lors d'une ICO n'est pas à proprement parler un actif physique qui puisse être détenu par une personne. Il s'agit en réalité d'une unité de compte enregistrée sur la blockchain. Seule l'inscription en numéraire sur la blockchain permet d'en matérialiser la possession. Grâce à la technologie blockchain, cet actif numérique est transférable de façon totalement décentralisée.

L'écosystème qui se construit autour des ICOs se fonde sur un nouveau paradigme, celui de la technologie blockchain et son caractère décentralisé. Les initiateurs qui

choisissent une ICO pour financer leur projet engendrent la création d'un réseau décentralisé d'utilisateurs. La valeur du jeton croît en fonction du nombre d'utilisateurs rejoignant le réseau.⁴

Une ICO se réalise en deux temps. Dans un premier temps, une transaction s'opère entre les initiateurs de l'ICO et les futurs utilisateurs qui souhaitent financer le projet par l'acquisition de jetons. Une fois les fonds levés et le projet lancé, les jetons de l'ICO sont listés sur des plateformes d'échange de cryptomonnaies. La valeur créée se situe à l'échelle de l'utilisateur et n'est pas détenue par la société à l'origine du projet. Les initiateurs retiennent généralement un certain pourcentage de jetons (annoncé avant la vente) pour entretenir les infrastructures.

3. Pour une liste exhaustive des différents types de jetons, consulter: <https://www.ethereum-france.com>.

4. Pierre Entremont, « ICOs: You're scammy and you know it », *Medium*, 6 octobre 2017.

2. Réglementer, pourquoi?

Par l'absence de réglementation et par la nature technologique des ICOs, les risques qui y sont associés sont multiples. La typologie définie par l'AMF divise ces risques en cinq catégories.⁵

- Les risques liés à la documentation d'information,
- Les risques de perte en capital,
- Les risques liés à la volatilité ou l'absence de marché et de liquidité,
- Les risques d'escroquerie, de blanchiment et de financement du terrorisme,
- Les risques associés aux projets financés.

En l'absence de réglementation spécifique aux ICOs, les initiateurs se réfèrent à une liste de bonnes pratiques. Ces bonnes pratiques s'inspirent des lois sur l'investissement financier (MIF) et sur la protection des consommateurs.

Cependant, cette démarche, sur la base du volontariat, ne fournit aucune protection aux investisseurs, ne peut pérenniser le développement des ICOs et laisse la porte ouverte aux activités frauduleuses. L'établissement de bonnes pratiques pose nécessairement la question de

la légitimité de l'autorité sous jacente (institution ou personne). A ce jour, l'écosystème blockchain n'est pas suffisamment mûr et professionnalisé pour établir un syndicat ou une association professionnelle à même de rédiger et porter ces bonnes pratiques.

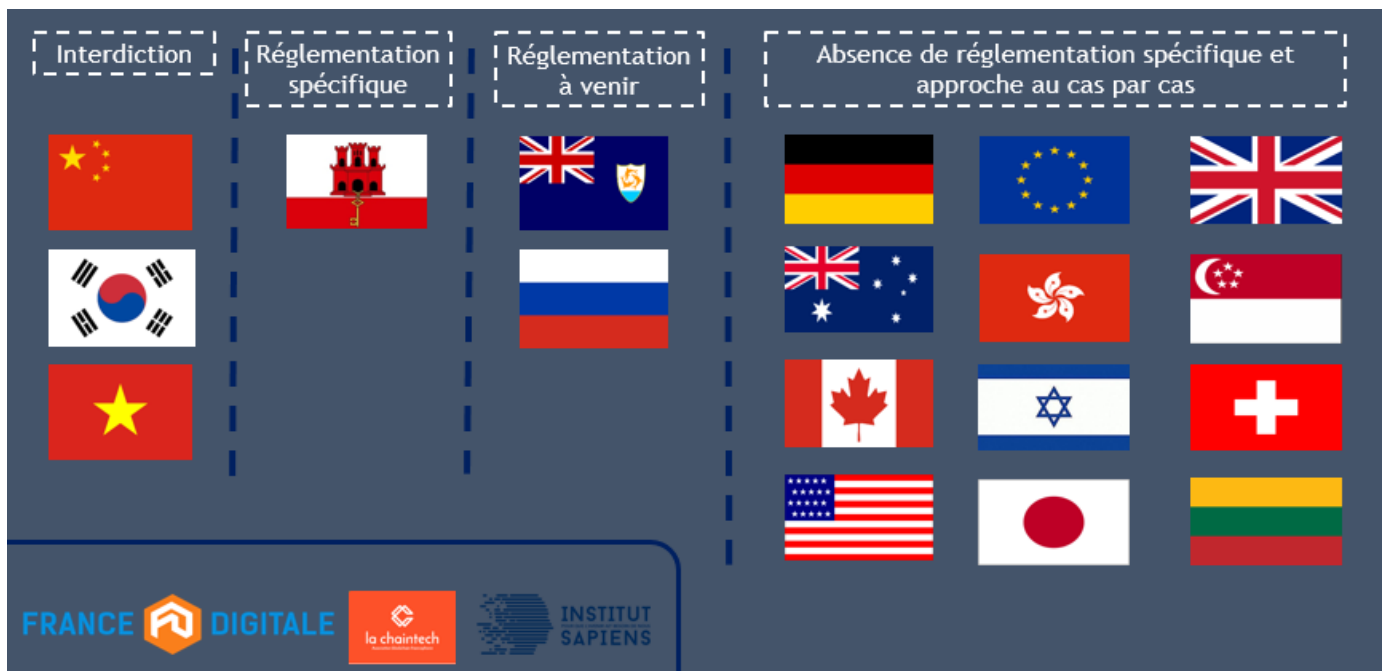
Les pourfendeurs d'une réglementation des ICOs soutiennent que l'absence de réglementation favorisera l'attractivité des places financières. Mais attractivité ne rime pas forcément avec sécurité et stabilité. Ainsi un pays qui ne régule pas attirera plus facilement les projets frauduleux. A l'inverse, une réglementation souple des ICOs attirera des porteurs de projets sérieux ayant compris que la sécurisation des investisseurs participe à celle des porteurs et permet le succès des opérations.

5. AMF, [Document de consultation sur les Initial Coin Offerings \(ICOs\)](#), 26 octobre 2017.

3. La réglementation des ICOs dans le monde

La rapide croissance des projets d'ICOs et les montants faramineux atteints ont amené les régulateurs nationaux à se pencher sur la question. Le tableau ci-dessous passe en revue les différentes positions.

L'approche des régulateurs nationaux



Entre l'attentisme généralisé et l'interdiction radicale en Chine et en Corée du Sud, une alternative existe. **L'initiative lancée par l'AMF en France fait du régulateur français un précurseur dans le domaine.**

4. Réglementer, mais quoi?

Face à la diversité des projets d'ICOs et des droits conférés par les jetons émis, la qualification juridique des jetons est le premier frein à la mise en place d'un régime juridique et requiert pour l'instant une approche au cas par cas. A ce jour, aucun cas de jurisprudence n'a permis de préciser la nature juridique des jetons.

Les jetons peuvent être classer en deux catégories: les equity tokens ou securities s'apparentant à des titres de capital et les utility tokens, jeton conférant un droit d'usage.

Equity token

Ces jetons octroient un droit de vote ou l'équivalent d'un droit à dividende à son acquéreur. Dans ce cas de figure, le régime juridique des offres au public s'applique. Les initiateurs de l'ICO doivent alors se conformer à la « Directive Prospectus » et élaborer un prospectus.

Néanmoins, cette assimilation engendre des considérations juridiques complexes et pose la question de la dématérialisation des registres de titres de société. Le jeton n'est que le reflet du titre de capital et bien qu'il soit, en théorie,

assimilable à un titre de capital, des considérations techniques empêchent de procéder à une qualification juridique. Une modification des droits des sociétés est nécessaire afin de permettre l'assimilation et l'enregistrement du jeton en titre de capital.

Utility token

Ces jetons ne peuvent faire l'objet d'une qualification générique. Dans l'attente d'un régime juridique spécifique aux ICOs, une nouvelle réglementation encadrant les ICOs de façon optionnelle est la plus à même d'assurer leur développement. Elle combinerait un régime d'autorisation préalable avec délivrance d'un visa par le régulateur et une mise en garde obligatoire pour les offres dépourvues de ce visa. Le régulateur délivrerait le visa en fonction des garanties fournies par l'initiateur de l'opération d'ICO.

Afin d'éviter tout abus, le régulateur ou l'association professionnelle mandatée par le régulateur devrait surveiller les projets qui afficheraient le visa du régulateur sans l'avoir obtenu. Un tel abus pourrait donner suite à des poursuites judiciaires.

**Une cadre
réglementaire
souple pour les
ICOs permettra
d'attirer les
projets sérieux
en France.**

5. Réglementer, comment?

La réglementation s'appliquerait aux trois éléments de l'opération d'ICO: les acquéreurs de jetons, les initiateurs de l'opération d'ICO et la procédure de vente.

Les acquéreurs de jetons

La majorité des acquéreurs de jetons ne sont aujourd'hui pas des investisseurs professionnels, mais des particuliers pionniers. Face au nombre de projets frauduleux dans le monde des ICOs, certains préconisent de limiter l'acquisition de jetons à des souscripteurs qualifiés, en mesure d'évaluer les risques et de se prémunir contre toute fraude. Cependant, même si l'acquisition de jetons est limitée à des investisseurs professionnels ou institutionnels, ces jetons une fois listés sur un marché d'échange peuvent être revendus à n'importe quel investisseur. Nombre d'acquéreurs perçoivent le jeton comme un investissement (« asset ») qui gagnera en valeur avec l'extension du réseau. Dans ce contexte, la limitation de la souscription à des investisseurs professionnels reste une protection illusoire puisque les jetons sont disponibles à tous sur le marché secondaire.

De plus, l'ICO a pour objet principal de distribuer des jetons à un nombre d'acquéreurs/investisseurs afin d'engendrer un effet de réseau. Ceci rend caduque la limitation à une catégorie d'investisseurs.

Par ailleurs, l'émission de jetons lors d'une opération d'ICO ouvre la voie au blanchiment ou au financement du terrorisme. Pour réduire ces risques, l'initiateur d'une ICO doit vérifier a minima l'identité des souscripteurs (« know you customer » ou « KYC ») - état civil, date de naissance, demande de pièce d'identité.

Il est important de noter que ce processus de KYC peut être extrêmement coûteux, les acquéreurs étant au nombre de dizaines, voire de centaines de milliers. Un processus de KYC trop rigide enrayerait l'effet de réseau créé par une opération d'ICO. Le coût du KYC pourrait inciter les initiateurs à fixer un montant minimal d'investissement afin d'éliminer les petits souscripteurs. Pour éviter ces travers, l'essentiel des mesures de KYC devrait être assuré par les services d'échanges entre monnaies fiat et cryptomonnaies ou jeton. La plupart des plateformes ont déjà normalisé

cette pratique.

Les initiateurs d'ICO

La délivrance d'un visa par le régulateur surviendrait après l'évaluation des garanties fournies par l'initiateur d'ICO en conformité avec la liste pré-établie (cf. tableau 2). Dans le cas où les initiateurs d'une ICO n'auraient pas obtenu ou ne souhaiteraient pas obtenir l'aval du régulateur, ils seraient dans l'obligation d'afficher un message de mise en garde.

Les garanties à fournir au régulateur reprennent partiellement les bonnes pratiques développées par la communauté, mais les dotent d'un caractère obligatoire.

Parmi ces garanties, la documentation juridique (ou « white paper ») constitue la pièce maîtresse d'une opération d'ICO. Le white paper devra respecter un contenu standard pour fournir des informations exhaustives à l'investisseur. La standardisation des informations permettrait une meilleure compréhension des services et des produits offerts, ainsi qu'une comparaison aisée entre les différentes ICOs lancées sur le

marché. Ce white paper serait visé par le régulateur ou par l'autorité mandatée par le régulateur. Cette documentation juridique doit comprendre: les conditions générales, la description du projet, les modalités juridiques et une information technique pour informer l'investisseur.

Le statut des initiateurs d'ICO varie selon la finalité du projet à développer. S'il s'agit d'un projet commercial, ils peuvent prendre la forme de sociétés commerciales. Dans le cas contraire, ils peuvent adopter un statut spécifique, tel une association à but non lucratif ou une fondation. En cas de projet hybride, mêlant objet coopératif et nécessité commerciale, la société coopérative d'intérêt collectif (« SCIC ») constitue un type de structure adaptée.

La procédure de vente

L'émission de jetons se fait généralement au cours d'une pré-vente et d'une vente générale. La pré-vente permet de favoriser les investisseurs qui suivent le projet depuis ses débuts et leur offre un certain rabais sur le prix original du jeton. Elle s'apparente à une première levée de fonds de type amorçage sur

Les garanties à fournir au régulateur pour démarrer une ICO

1. Rédaction et publication d'un white paper (révisé sur une base annuelle)
2. Identification des acteurs de l'ICO
3. Ciblage d'un profil type d'acquéreurs
4. Information sur l'évolution du projet, les contreparties pour le souscripteur, les risques, le traitement comptable et économique des fonds collectés, les juridictions compétentes en cas de litiges
5. Mise en place de moyens humains et techniques pour parer à toute éventualité (réclamations, juste valorisation des jetons, sécurité des systèmes employés, etc.)
6. Procédures garantissant l'intégrité et la vigilance
7. Procédure de confirmation de la bonne réception des fonds et de la nature de droits conférés au souscripteur
8. Mise en place d'un compte de séquestre ou autre dispositif pour bloquer les fonds collectés
9. Mesures permettant le contrôle du déroulement conforme de l'ICO
10. Procédures de gouvernance permettant la sécurisation de l'utilisation des fonds et d'accès au portefeuilles au moyen de plusieurs signatures simultanées (« multi-sig wallet »)
11. Publication d'un calendrier du déploiement du projet (statut, évolution, emploi des fonds, évènements pouvant influencer la pérennité du projet)
12. Information sur le niveaux de rémunération de l'équipe et de ses fondateurs
13. Informations publiées au fil de l'eau sur l'utilisation des fonds (recrutement développeur, répartition par grandes masses, existence de programme de rachat du jeton, etc.)

la base d'estimations financières conservatrices.

Si la phase de pré-vente est devenue monnaie courante, elle doit se faire en toute transparence et fournir les informations nécessaires (nombre de jetons pré-vendus, rabais, montants levés, etc.) aux acquéreurs de la vente générale. Une asymétrie dans l'information fournie aux acquéreurs en phase de pré-vente et ceux en phase de vente classique porterait atteinte au principe d'égalité de traitement des investisseurs.

Les montants astronomiques levés lors de certaines opérations d'ICO posent également la question d'établissement d'un plafond au-delà duquel les fonds des investisseurs ne seraient plus acceptés. Cette mesure de prévention doit être évaluée au cas par cas. Un plafond minimal (« soft cap ») et maximal (« hard cap ») peut être fixé en fonction du projet.⁶ Toutefois, certains types d'ICO, comme l'enchère hollandaise inversée (« reversed dutch auction »), proposent des mécanismes de levée de fonds sans plafond tout en étant favorable aux investisseurs.⁷

6. Par exemple, DigixDAO avait plafonné la collecte de fond à 5,5 millions de dollars. Pour plus d'informations: <https://digix.global>.

7. Mécanisme d'enchère où le vendeur brade ses prix pour favoriser la compétition entre les acquéreurs.

**Deux problèmes
fiscaux empêchent
la démocratisation
des ICOs en France :
la surfiscalisation
des plus-values et
l'inadaptation du
régime applicable
aux initiateurs
d'une ICO.**

6. Quelles autres normalisations des ICOs?

La définition d'un modèle comptable et le traitement fiscal des jetons constituent de vrais points de blocage à la normalisation des ICOs. Les incertitudes sur le traitement fiscal des jetons cantonnent les ICOs dans un environnement flou : des règles peu claires quant à l'émission de factures lors de la souscription de jetons, une surfiscalisation des plus-values pour les particuliers, etc.

Deux problèmes fiscaux limitent la démocratisation des ICOs en France : la surfiscalisation des plus-values réalisées par les investisseurs particuliers et l'inadaptation du régime applicable aux initiateurs d'une ICO. Les plus-values réalisées au moyen de cryptomonnaies ou de jetons sont fiscalisées comme des revenus d'activités indépendants alors qu'ils correspondent, en pratique, à des revenus du capital. Alors que la France diminue la fiscalité du capital, avec l'entrée en vigueur de la flat tax de 30% (ou « Prélèvement Forfaitaire Unique ») en 2018, les gains en jetons peuvent être fiscalisés à un taux effectif d'imposition maximum de 66,2%. Du côté des porteurs de projet d'ICO,⁸ les règles en matière d'impôts sur les sociétés et de TVA présentent un certain nombre de zones d'ombres

de nature à freiner le financement des projets et leur développement sur le long-terme.

Sur le plan comptable, un certain nombre de Commissaires aux comptes refusent de certifier les comptes de société émettrices de jetons en raison de la volatilité des cours et d'un manque de liquidité. Dans ces conditions, l'engagement hors-bilan des cryptomonnaies est envisagé. La consécration d'un modèle comptable adapté est essentiel pour sécuriser les projets et permettre le développement des ICOs en France.

8. 45% de taux marginal d'impôt sur le revenu, 4% de contribution exceptionnelle sur les hauts revenus et 17,2% de prélèvements sociaux.