

## 8 La levée de fonds en actifs numériques

Hubert de VAUPLANE,  
avocat, Kramer Levin LLP

Totalement inconnue il y a encore plusieurs mois, les levées de fonds en actifs numériques ont soudain connu une forte popularité en 2018 avec des montants levés de plusieurs milliards de dollars<sup>1</sup>. Comme beaucoup d'innovations, ce mode de levée de fonds connaît sa courbe de *hype*<sup>2</sup> : après une forte croissance, une brutale décélération, en attendant un éventuel rebond<sup>3</sup>. Mais qu'est-ce qui explique cet engouement ?

### 1. Pourquoi ?

1 - Plusieurs raisons expliquent l'apparition en 2017 des levées de fonds sous forme d'actifs numériques, le plus souvent dans ce que la pratique a dénommée « *Initial Coin Offering* ». L'une des premières explications tient bien sûr à la forte hausse des crypto-actifs et du *bitcoin*, en particulier depuis le début de 2017<sup>4</sup>. Dans la mesure où la plupart des investisseurs dans les projets financés par des *ICO* étaient des détenteurs de crypto-actifs, plus le cours de celles-ci montait, plus leur capacité de financement dans des projets augmentait. D'autant plus que le meilleur moyen pour ces détenteurs de « monétiser » leurs crypto-actifs sans pour autant les convertir en dollars ou une autre devise consistait alors d'acheter des *tokens* émis par les entreprises en phase de *ICO*. Ainsi, en échangeant leurs *bitcoins* et autres éthers contre des *tokens*, ce qu'ils perdaient en liquidité, ils le gagnaient en diversification d'actifs. Comme tout bon gérant, les détenteurs de crypto-monnaies ont souhaité diversifier leurs risques et investir une partie de leur portefeuille dans des projets liés à la *blockchain*. Car, et il s'agit là de la seconde caractéristique de ce mode de levée de fonds, la plupart, si ce n'est tous – tout au moins au début – des projets financés *via* des *ICO* représentait des projets liés à la *blockchain*, soit concernant une application spécifique à l'un des protocoles *blockchain* soit – plus rarement – en proposant un nouveau protocole *blockchain* ou une amélioration d'un protocole existant. En fait, on retrouve ici la division classique en matière de capital investissement entre les projets liés aux infrastructures et ceux liés aux applications. La conséquence pratique résidait dans le fait que les investisseurs – généralement eux-mêmes experts dans la technologie *blockchain* – pouvaient apprécier la pertinence ou non d'un projet en donnant leurs commentaires *via* les réseaux sociaux (Slack, Telegram), ce qui déterminait le succès ou non d'un projet. Dans cette première phase des *ICO*, ce mode de levée de fonds ressemblait à ce que l'on trouve dans le monde du *crowdfunding*, c'est-à-dire le financement d'un projet assuré au sein d'une communauté que – au-delà des frontières et des langues – rassemblent des centres d'intérêts communs : si la communauté

validait la pertinence technologique du projet, le financement était généralement assuré, sans même le besoin de trop regarder la pertinence du modèle d'affaires et encore moins les projections financières autour d'un plan de financement.

2 - Ce n'est que dans un second temps, lorsque des investisseurs moins familiers voire totalement étrangers au monde des crypto-actifs, mais souhaitant eux-aussi participer à la vague des *ICO*, sont apparus sur le marché que les *ICO* se sont transformés en « casino mondial », avec tous les dérèglements que l'on a pu voir. Mais, si l'on en revient au mode originel, les *ICO* présentent des caractéristiques que n'offraient pas les autres modes de financement traditionnel, notamment la levée de fonds en bourse ou la levée de fonds *via* le capital-risque.

### 2. Ses caractéristiques

3 - Les levées de fonds en crypto-actifs se sont caractérisées – et restent caractérisées – par des éléments qui leur sont propres. On peut en dénombrer au moins quatre.

4 - Tout d'abord, ces levées de fonds visent à financer un projet qui non seulement n'est pas encore en production, mais qui n'a pas encore été testé, même sous forme d'un prototype (ce que l'on appelle un *POC* ou *proof of concept*) ; autrement dit, il s'agit de lever des fonds auprès de tiers sur la base d'une idée, plus ou moins détaillée dans ce que la pratique a appelé un *White Paper*, sorte de résumé du projet, bien éloigné d'un prospectus lors d'une *IPO*. Mais, c'est là justement que ce mode de levée de fonds répond à une attente que le marché financier traditionnel ne traitait pas : le financement de la recherche et développement pour des entreprises vieilles de juste de quelques mois au mieux, qui généralement se voient fermées les portes du financement bancaire et du financement capital risque traditionnel, seuls les proches (*friends & family*) et les *business angels* acceptant de participer à un financement à ce niveau de vie d'une entreprise. Mais, la grande différence avec ces levées auprès du premier cercle d'amis et d'investisseurs, c'est que là où généralement ils permettent une levée de quelques millions de dollars, les *ICO* permettent des levées dont l'unité de compte est la dizaine de millions de dollars<sup>5</sup>. Autrement dit, avec une *ICO*, une entreprise de quelques mois d'existence pouvait accélérer son cycle de financement.

5 - Deuxième caractéristique de ces levées de fonds, leur caractère global. Alors que les *business angels* et *Friends & Family* se situent souvent dans un cercle géographique assez proches de celui des fondateurs, ici la communauté des investisseurs est immédiatement mondiale. Cet accès à des investisseurs potentiels à travers la planète a permis de considérablement accroître les capacités de levée. D'autant plus que, lorsqu'un projet était « validé » par des

1. 7,8 milliards de dollars en 2018 pour 1255 *ICO*, à comparer aux 16 millions de dollars et 2 *ICO* en 2014 (source : *icodata.io*). Les données varient d'une source à une autre. Selon une autre source, le montant total des levées en 2018 aurait été de 11,4 milliards de dollars pour 2284 *ICO* (source : *ICOBench*). Ces différences de chiffres en elles-mêmes soulignent la difficulté d'appréhender ce marché où les annonces de montants levés ne correspondent que peu souvent au montant réellement levés. Sans même évoquer le fait qu'une fois détentrice de crypto-actifs, les entreprises doivent alors les convertir en devises et que compte tenu de la chute des cours, les montants levés en devises sont alors beaucoup plus faibles que ceux levés en crypto-actifs.

2. Courbe décrivant l'évolution de l'intérêt pour une nouvelle technologie en fonction de différentes phases.

3. En avril 2019, les montants levés étaient de 272 millions de dollars pour 63 *ICO* (source : *icodata.io*).

4. Alors que le 1 janvier 2017 le *bitcoin* valait 970 USD, il a atteint son cours le plus haut le 18 décembre 2017 à 18 854 dollars.

5. La plus grosse *ICO* a levé 4,1 milliards de dollars (EOS) et la deuxième 1,7 milliards (Telegram).

experts connus et reconnus au sein de la communauté<sup>6</sup>, l'enthousiasme était immédiat. Cette globalité s'exprimait aussi dans le mode de communication : nul besoin de passer par les canaux traditionnels, mais par les médias sociaux<sup>7</sup> ; de la même manière, nul besoin de recourir à une devise pour souscrire à ces levées (avec passage obligé par les banques pour effectuer les virements), puisque toutes ces levées se réalisaient pour l'essentiel *via* le paiement en crypto-monnaies, soit directement pour ceux qui détenaient dans leurs *wallets* des *bitcoins* et autres crypto-actifs en direct, soit *via* des plateformes d'échanges de crypto-actifs qui assuraient un rôle proche de celui d'une banque, d'agent financier et d'une bourse tout à la fois.

6 - La troisième caractéristique – découlant de la précédente – tient au caractère non centralisé de ces levées. Ou plus être plus précis, à l'absence de recours aux intermédiaires traditionnels (bourse, banque) pour réaliser ces levées. Toutes les opérations étaient effectuées en dehors des acteurs de la finance.

7 - La quatrième caractéristique constitue la conséquence de la précédente : l'absence d'acteurs traditionnels dans le processus de levée de fonds se doublait par l'absence de régulateurs dans le processus de contrôle de ces opérations. Échappant à la réglementation en place du fait de la nature totalement nouvelle des crypto-actifs<sup>8</sup>, ces levées de fonds n'entraient pas dans les champs de compétences des régulateurs, en particulier des régulateurs boursiers. On peut même dire qu'il s'agissait là d'une volonté d'y échapper compte tenu des lourdeurs et pesanteurs des réglementations relatives aux offres publiques de titres. En effet, la plupart de pays et juridictions disposent d'une réglementation nationale (ou régionale comme dans l'UE) précisant les conditions dans lesquelles un émetteur peut distribuer ces titres au public *via* des intermédiaires agréés. Et la plupart de ces réglementations prévoient qu'au-delà d'un certain seuil (généralement assez faible) l'établissement d'un prospectus, c'est-à-dire d'un document rassemblant toute une série d'information sur l'émetteur, l'opération, ses états financiers et autres, est obligatoire. Les *White Papers* vus lors des *ICO* s'éloignent assez fortement de ces prospectus, pour au moins une bonne raison, c'est que les émetteurs de *tokens* n'étaient pas à même de satisfaire aux exigences posées par ces régulateurs du fait que la plupart d'entre eux était le plus souvent des *start up*.

### 3. Ses limites

8 - Le phénomène des *ICO* a été de courte durée, tout au moins dans sa forme originelle. Plusieurs raisons développées ci-dessous expliquent cette évolution. Mais la plus évidente est tout simplement économique : le cours des crypto-actifs ayant fortement chuté, les investisseurs qui disposaient de portefeuilles importants en *bitcoins* et autres se sont retrouvés en quelque mois beaucoup moins riches du fait de la baisse de la capitalisation boursière de l'ensemble des crypto-actifs. C'est un peu comme si le robinet des banques se serait fermé dans le monde traditionnel.

9 - L'une des premières limites aux *ICO* réside dans le peu de droits dont disposent les porteurs de *tokens*. Ni actionnaires, ni

créanciers (généralement les *White Papers* soulignent à l'envie que les *tokens* ne donnent droit à aucune prérogatives de vote en assemblée et le plus souvent à aucun droit sur les bénéfices ou autres revenus tirés de la société, pas plus qu'un droit au remboursement !), les porteurs de *tokens* se trouvent dans une situation où ils prennent un risque total sur l'émetteur, sans qu'en contrepartie ne leur soit attribués des droits pour protéger leur investissement. Leur seul droit, le plus souvent, tient à un partage dans les revenus futurs du projet, une fois que celui-ci sera lancé. Cette situation n'incite pas les investisseurs traditionnels à se positionner sur ce type d'actifs. Mieux ! Les fonds de *Venture Capital* actionnaires d'émetteurs de *tokens* cherchent le plus souvent à se protéger contre les porteurs de *tokens* ; et s'ils acceptent – le plus souvent du bout des doigts – l'émission de *tokens*, ils demandent de plus en plus aux émetteurs dans lesquels ils ont investi un droit de priorité sur ces *tokens*, considérant qu'en cas de succès du projet, une partie des revenus de l'entreprise leur échappera.

10 - La deuxième limite – parfois même considérée comme la première – touche au respect des législations relatives à la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme. Dans la mesure où les émetteurs de *tokens* n'étaient pas soumis (les choses changent depuis 2018) à ces réglementations, les vérifications d'identité et d'origine de fonds investis étaient le plus souvent succinctes, voire inexistantes. Il en est résulté de nombreuses situations où des *ICO* ont permis de « laver » des fonds liés à l'évasion ou à la fraude fiscale et même au financement du terrorisme. Là encore, cette situation n'était pas en mesure d'accorder confiance aux acteurs traditionnels de la finance pour investir dans ce type de levée de fonds, au risque de se retrouver dans des opérations aux côtés de personnes peu recommandables.

11 - La troisième limite est la conséquence des deux précédentes : l'absence de droits accordés aux porteurs de *tokens* et de plans d'affaires sérieux tout comme la quasi inexistence de procédures de vérification d'identité et d'origine des fonds a permis à un nombre conséquent de projet de levées de fonds de n'être que des fraudes banales, où les projets présentés ne servaient qu'à monter une escroquerie. De nombreux projets ont vu les sommes levées s'envoler avec les initiateurs, quand ceux-ci ne sont pas des prête-noms.

12 - Toutes ces limites constituent de véritables faiblesses pour les levées de fonds de crypto-actifs, conduisant à écarter les acteurs traditionnels de la finance, et à jeter une suspicion de la part des régulateurs sur opérations. Pour que ces levées de fonds perdurent, il fallait changer leur modèle. Cela est passé par une vague de réglementations applicables à ces opérations et une modification des techniques de levées.

### 4. Son avenir

13 - D'aucuns ne voudraient voir dans les levées de fonds en crypto-actifs qu'un phénomène de mode. Mais ce n'est regarder que les difficultés d'une tendance lourde, celle d'une nouvelle ère de décentralisation et désintermédiation. Le fait que la plupart des régulateurs boursiers mettent en place des réglementations spécifiques, mais aussi que les institutions financières internationales et instituts de recherche y voient un véritable tournant dans le financement de l'économie sont des signes qui devraient retenir l'attention.

14 - L'avenir des levées de fonds en crypto-actifs passe par la régulation. Sauf à vouloir rester confiner dans un petit cercle libéraux. Que l'on vise les *STO* (« *securities token offering* ») ou les *ICO*, que les levées prennent la forme de titres, ou ressemblent à des titres, ou s'échangent comme des titres ou encore se rapproche de simples bons d'achat, dans tous les cas, il s'agit pour les entreprises émettrices de récolter des fonds auprès d'investisseurs. En effet, dès lors qu'il est fait appel à l'« épargne publique », quel que soit le sens que l'on donne à l'expression, il est légitime que ces

6. À cet égard, on a vu se développer la pratique des « parrainage » où des experts venaient – contre rémunération par l'émetteur de *tokens* – participer sur les réseaux sociaux à la promotion d'opérations d'*ICO*. La difficulté de cette pratique est liée d'une part au fait de son peu de transparence dans le mode de rémunération de ces experts, et d'autre part dans le fait que certains de ces experts ne disposaient pas vraiment d'expertise, mais surtout d'un bon réseau de « fans » qui les suivaient.

7. La plupart des *ICO* se sont affranchis des médias journaux et radio/télévision pour utiliser des campagnes de publicité.

8. Les régulateurs qui se sont penchés dès 2017 sur la nature juridique des *tokens* ont vite considéré que ces instruments avaient du mal à rentrer dans des classifications juridiques existantes, tout au moins en ce qui concerne les règles de l'offre au public de titres ; mais même en ce qui concerne le transfert monétaire de crypto-actifs, certains régulateurs ont estimé que ceux-ci ne pouvaient pas être assimilés à de la monnaie au sens juridique, et dès lors échappaient totalement ou partiellement à la réglementation sur le transfert d'argent.

levées de fonds respectent un minimum de réglementation. Il n'est pas innocent à cet égard de voir l'OICV s'intéresser au phénomène depuis peu et appeler à une réflexion sur le mode de régulation pour ce type de levée<sup>9</sup>. Reste à savoir de quel type de régulation l'on parle. Plusieurs options sont possibles, selon la qualification juridique des *tokens* émis. Mais le plus cohérent est de considérer que ces levées de fonds s'assimilent à des levées de capitaux et dès lors, soit il s'agit tout simplement d'appliquer la réglementation en matière de titres financiers, soit de prévoir une réglementation spécifique compte tenu des particularités de ces opérations, mais s'inspirant des principes de la régulation de l'offre au public de titres. Bien sûr, une telle régulation ne peut être que de portée nationale ou régionale, et en aucun cas mondiale ; de la même manière qu'il n'existe pas de régime unique et mondial de l'offre au public de titres, il ne peut pas exister de régime uniforme pour les offres de *tokens*. Chaque juridiction devra donc disposer d'un ensemble de régulation permettant de considérer la manière et les conditions dont il est possible pour un émetteur de lever des fonds dans son propre pays, mais aussi la manière dont il est possible pour ce même émetteur de solliciter des investisseurs établis en dehors de son pays d'enregistrement.

15 - L'autre régulation à mettre en place est celle relative à la lutte contre le blanchiment. La différence ici par rapport à celle sur

l'offre au public de titres, et que cette réglementation, bien que nationale, dérive le plus souvent de recommandations internationales, en particulier du GAFI, ce qui permet à chaque pays de disposer d'un corps de régulation assez proche les uns par rapport aux autres. Sur ce point, le GAFI fait régulièrement des propositions de meilleure régulation des activités sur crypto-actifs<sup>10</sup>.

16 - Il y a encore un autre champ de régulation que l'on voit couvert de plus en plus par les régulateurs, c'est l'activité de transfert d'argent. Même si les crypto-actifs ne sont pas considérées légalement comme des monnaies légales ou des services de paiement (sous réserve de rares exceptions<sup>11</sup>), le transfert de crypto-actifs semble de plus en plus être considéré comme une activité nécessitant une licence bancaire en matière de transfert d'argent, voire parfois une licence *ad hoc*<sup>12</sup>.

17 - En conclusion, les levées de fonds en crypto-monnaies inaugurent une nouvelle forme de levée de capitaux, certainement en complément des levées traditionnelles, mais parfois même en compétition avec celles-ci, tout dépendant du degré de régulation qui leur sera applicable.

*Mots-Clés* : Ico - Levée de fonds - Bitcoin - Token

9. IOSCO, *IOSCO publishes first annual work program to enhance the efficacy of its work* (2019) [www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEW528.pdf](http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEW528.pdf). - [www.iosco.org/library/ico-statements/Italy%20-%20CONSOB%20-%2020190319%20-%20Initial%20Coin%20Offerings%20and%20Crypto%20Assets%20Exchanges%20Call%20for%20Evidence.pdf](http://www.iosco.org/library/ico-statements/Italy%20-%20CONSOB%20-%2020190319%20-%20Initial%20Coin%20Offerings%20and%20Crypto%20Assets%20Exchanges%20Call%20for%20Evidence.pdf).

10. Monnaies virtuelles : Définitions clés et risques potentiels en matière de LBC/FT : [www.fatf-gafi.org/fr/themes/methodesetendances/documents/monnaies-virtuelles-defintions-risques-potentiels-lbc-ft.html?hf=10&b=0&s=desc](http://www.fatf-gafi.org/fr/themes/methodesetendances/documents/monnaies-virtuelles-defintions-risques-potentiels-lbc-ft.html?hf=10&b=0&s=desc)

11. EBA reports on crypto-assets (2019) <https://eba.europa.eu/-/eba-reports-on-crypto-assets>.

12. Comme la BitLicense dans l'État de New York : [www.dfs.ny.gov/apps\\_and\\_licensing/virtual\\_currency\\_businesses/license\\_management](http://www.dfs.ny.gov/apps_and_licensing/virtual_currency_businesses/license_management).