Pourquoi faut-il réguler les ICO ?

Hubert de Vauplane

Avocat associé Kramer Levin

Le phénomène de l'année 2017 aura été celui de l'explosion des opérations (et des montants levés) sous forme d'*Initial Coin Offering*, encore appelées *Initial Token Offering*. Totalement ignorées du public mais aussi de la plupart des professionnels jusqu'à l'été 2017, leur arrivée en Europe et en France au cours des derniers mois de l'année à conduit à en faire un phénomène médiatique, au point que la plupart des journaux grand public se soient intéressés à cet engouement. Beaucoup a déjà été dit sur ces opérations de financement, et il ne convient pas d'y revenir pour effectuer une description de leur fonctionnement, lequel reste encore totalement dépendant des usages et de la pratique du fait de l'absence de régulation à leur égard. Et c'est bien de régulation qu'il convient de parler ici, car de la même manière qu'une certaine frénésie à la limite de l'euphorie, atteignait de plus en plus de monde, les divers régulateurs financiers à travers le monde ont commencé à s'interroger sur ces opérations pour au moins deux raisons : la première est liée à la protection de l'épargne, objectif principal de tous ces régulateurs. À partir du moment où les ICO commencent à toucher Monsieur ou Madame « Tout-le-monde », il convient de regarder comment ces opérations sont effectuées afin de prévenir des risques les acheteurs, et ce, d'autant plus que dans les centaines d'ICO lancées ces derniers mois, de plus en plus d'opérations présentent des caractéristiques d'amateurisme, voire même de fraude. La deuxième raison pour laquelle ces mêmes régulateurs s'intéressent aux ICO tient au mode de paiement utilisé pour financer ces opérations. S'il est généralement possible de payer ces jetons en devises, la plupart des paiements s'effectuent en cryptomonnaies, *éther* pour l'essentiel. Or, les mesures de prévention de lutte contre le blanchiment ne s'appliquent pas à ces opérations, et la plupart des émetteurs de jetons n'effectuent que des contrôles superficiels sur l'identité des acheteurs et l'origine des fonds. D'où un risque de blanchiment important.

Ce double constat a conduit certains régulateurs à prendre des mesures drastiques contre les ICO, allant parfois jusqu'à interdire ces opérations sur leur territoire. D'autres régulateurs ont préféré réfléchir à la mise en place d'une régulation afin d'encadrer ces pratiques. Mais qu'il s'agisse de limitation, d'interdiction ou d'encadrement *via* une régulation, il convient d'abord de se demander pourquoi les ICO se sont développées de façon phénoménale.

Retour aux sources : pourquoi les ICO se sont-elles développées ?

À l'origine, c'est-à-dire avant 2017, les opérations d'ICO, encore peu nombreuses, étant initiées à l'intérieur de la communauté blockchain. Il s'agissait pour les développeurs, aussi bien d'applications nouvelles (c'est-à-dire d'usages liés à un protocole blockchain déjà existant) que d'infrastructures (c'est-à-dire création de nouveaux protocoles de blockchain), de valider leur projet par la communauté des experts et le cas échéant, pour ceux d'entre eux qui étaient convaincus de la pertinence du projet tel qu'exposé dans le *White Paper* (le plus souvent assez technique), de financer ce projet en apportant des fonds en cryptomonnaies contre remise de jetons. Il s'agissait clairement d'une technique de levée de fonds visant à financer des projets technologiques au sein d'une communauté limitée et experte. Les jetons constituaient la contrepartie du financement apporté, pour laquelle les détenteurs attendaient un retour en investissement, quelle que soit sa forme (dividendes, usages, accès...). Une telle communauté se caractérise par sa dimension universelle et globale : les experts sont de toutes nationalités, localisés dans des pays différents. Ce qui les réunit, c'est d'abord une expertise technique reconnue par leurs pairs et le recours à une langue commune, celle de la blockchain.

Mais ce qui a conduit au développement des ICO est plus substantiel encore que cela. Le fort développement de ces opérations non seulement auprès de sociétés technologiques, mais de plus en plus auprès de sociétés qui n'entretiennent que des liens lointains avec la blockchain s'explique par la facilité avec laquelle il est possible de lever des fonds via les cryptomonnaies, facilité évidente si on la compare avec le régime de l'offre au public de titres financiers (« OPTF »). Il faut là-dessus être clair : c'est parce qu'il est devenu trop compliqué, trop long, trop coûteux, pour une *start up* et même une PME de recourir au régime de l'offre au public de titres que les ICO se sont développées. Il suffit d'avoir eu une fois l'occasion de rédiger un prospectus pour une opération financière pour se rendre compte qu'aujourd'hui cette réglementation est contreproductive : au lieu de protéger l'investisseur (lequel d'ailleurs ne lit presque jamais le prospectus, d'où maintenant l'obligation d'élaborer un résumé), elle fait fuir l'émetteur. En fait, les ICO sont une réponse à l'inadéquation du régime de l'OPTF pour financer des opérations petites ou moyennes en montant levé ; d'où le projet de révision du seuil en deçà duquel un prospectus en Europe ne serait pas exigé.

Les enjeux de la réglementation des ICO

Tant que les ICO sont restées confinées au sein d'une communauté réduite en ne touchant pas à Monsieur ou Madame « Tout-le-monde », les régulateurs sont restés indifférents au phénomène, que la plupart d'entre eux ignorait d'ailleurs. C'est à partir du moment où les ICO se sont « démocratisées » qu'ils ont commencé à y porter attention. Et ce moment correspond aussi à celui de la hausse vertigineuse du cours des cryptomonnaies en 2017, faisant croire qu'il s'agissait là d'une nouvelle pierre philosophale permettant de transformer les investissements, non pas en or, mais en jetons aux plus-values faramineuses. En fait, le phénomène de hausse des cryptomonnaies a conduit les détenteurs de ces actifs à financer de plus en plus d'ICO, puisqu'il leur fallait bien « utiliser » ces cryptomonnaies à quelque chose. De leurs côtés, les nouveaux entrants (comme dans toute bulle financière) « courraient » derrière le marché en achetant des cryptomonnaies, afin de pouvoir eux aussi rentrer dans le grand jeu des ICO. La hausse entrainait la hausse. Jusqu'au jour où la baisse fut brutale. Le problème de cette bulle, mais plus globalement de ces opérations, pour les régulateurs réside dans l'impossibilité de les contrôler du fait de leur globalisation.

La première réaction de tous les régulateurs a donc consisté à « prévenir des risques » inhérents à ces opérations les investisseurs en procédant à de nombreuses déclarations publiques. Mais leur pouvoir s'arrêtait là. Et ce, doublement. En premier lieu, du fait de l'absence de compétence globale (au sens de territorial) de ces régulateurs, lesquels voient leurs pouvoirs limités à leurs frontières (avec une

exception en pratique pour les États-Unis dont les régulateurs disposent de pouvoirs extraterritoriaux) ; et deuxièmement, du fait que ces opérations ne rentraient pas, le plus souvent, dans leur champ de compétence propre. En effet, la plupart des régulateurs financiers ont comme mission de protéger l'épargne publique et assurer la surveillance des marchés financiers ; mais, pour autant que cette épargne et ces marchés recourent à des instruments financiers (en ce compris les produits dérivés). En fait, toute la réglementation des marchés financiers est fondée sur la notion de titres (« *security* ») ou instruments financiers. Et ce qui ne ressort pas de cette définition échappe à la régulation des régulateurs boursiers. Tel est déjà le cas des marchés de matières premières, dès lors bien sûr que ceux-ci n'utilisent pas des produits dérivés ou des techniques financières (comme les chambres de compensation ou les appels de marge). Autrement dit, les régulateurs se sont trouvés dans une situation d'absence de compétence positive. Mieux (ou pire !), leurs pouvoirs s'arrêtent à leur frontière. Aucun régulateur ne dispose du pouvoir de réguler des opérations au niveau mondial. Même la SEC, et plus généralement la réglementation américaine, bien connue pour sa propension à l'extraterritorialité, ne peut prétendre à une gouvernance et régulation mondiales. Tel est bien le cas aujourd'hui avec le régime des offres publiques de titres. Chaque pays (ou région, pour l'UE) dispose de sa propre réglementation indiquant les conditions dans lesquelles il est possible de proposer au public d'acheter des titres financiers. Chaque opération répondant aux critères d'application de ce régime doit faire l'objet d'un enregistrement auprès d'un régulateur local, dès lors que le public de cette juridiction est visé. Aucune de ces réglementations relative à l'offre publique de titres financiers n'a vocation à légiférer ces offres au niveau mondial ; d'où la nécessité, lorsqu'une opération veut solliciter des investisseurs dans plusieurs pays, de demander un enregistrement auprès du régulateur local dans chacun des pays visés par l'offre ; ou à l'inverse, d'exclure clairement l'offre à destination des résidents des pays pour lesquels une telle demande d'enregistrement n'a pas été effectuée.

Aujourd'hui, il n'existe aucune réglementation nationale en matière d'ICO. Demain sera sans doute différent. Dans cette attente, le principal risque pour les émetteurs de jetons réside dans la possibilité de voir qualifier par un régulateur national ces jetons en instruments financiers (ou « *security* »), et dès lors, de tomber sous le coup de la réglementation des offres publiques de titres financiers. Tel est clairement le cas aux États-Unis d'Amérique, mais aussi dans d'autres juridictions. D'où des exclusions de plus en plus fréquentes dans les ICO de résidents de pays dans lesquels la réglementation est hostile ou à tout le moins dangereuse du fait du risque de requalification.

Transposé au cas des ICO, le même problème donnera lieu aux mêmes difficultés. Un pays aura beau avoir réglementé les ICO, cette réglementation ne sera efficace que pour l'offre effectuée dans sa juridiction auprès des investisseurs nationaux. Il est utopique de prévoir l'avènement d'un régime réglementaire mondial pour les ICO : ce qui n'a pas été possible de mettre en place en matière d'offre au public de titres, ne le sera pas plus pour des ICO. Mais de la même manière que pour les OPTF, l'on va voir fleurir de plus en plus de réglementations locales en matière d'offres d'ICO.

Le deuxième enjeu en matière de régulation des ICO est celui de la lutte contre le blanchiment. Là encore, aucune règlementation mondiale ne peut aboutir sous forme d'une « loi mondiale ». Il reste par contre tout à fait possible d'élaborer au niveau du G20 ou toute autre instance, des recommandations fortes pour lesquelles, comme pour le GAFI, les pays membres s'engagent à transposer le contenu dans leur législation nationale.

Les principes directeurs du projet de loi français

Le gouvernement français a annoncé officiellement son intention de réguler les ICO. Le projet, issu d'échanges et de travaux avec les professionnels dans le cadre d'une consultation de Place[20] qui donna lieu à une vaste mobilisation[21], notamment de la part de Paris Europlace, est inséré dans le cadre du projet de loi PACTE[22]. Ce sera, si le texte est adopté, le premier exemple d'une réglementation des ICO par un État. Il ne se présente pas comme un texte défensif, en réaction à des abus, mais a été pensé et conçu comme une régulation positive permettant tout à la fois de protéger l'épargne publique et de promouvoir le recours à ce mode de financement. Il s'insère plus généralement dans le cadre des textes récemment adoptés en France en matière de blockchain en droit financier[23]. Il reflète le pragmatisme du gouvernement et de l'AMF sur ces questions. D'autres États réfléchissent à élaborer une réglementation. Mais en fait, il existe plusieurs options pour un régulateur face au phénomène des ICO. Première réaction, le silence. Tel fut le cas de la plupart des régulateurs pendant de longs mois jusqu'à la fin de l'année 2017. Deuxième réaction, attirer l'attention des investisseurs sur les risques. C'est l'option retenue par la plupart des régulateurs jusqu'à présent. Troisième réaction, interdire à ses résidents (investisseurs ou entreprises émettrices de jetons) de recourir à ce type de financement. Peu de pays (la Chine et la Corée, par exemple) se sont lancés dans cette voie, du fait de la difficulté de contrôler cette interdiction pour des opérations par nature globale. Quatrième réaction, assimiler les offres de jetons à des offres de titres, quels que soient les caractéristiques de ces jetons. C'est la solution retenue jusqu'à présent par les États-Unis d'Amérique, et dans une certaine mesure par l'Allemagne, sans doute en attendant une réponse plus adaptée. Cinquième solution, élaborer des lignes directrices indiquant aux émetteurs de jetons les différentes réglementations qu'il convient de prendre en compte selon les caractéristiques de ces jetons et en leur laissant le soin d'adapter en conséquence leur ICO. C'est la réponse de la Suisse, dont on notera au passage qu'elle n'élude pas l'incertitude juridique. Dernière solution, mettre en place un régime juridique *ad hoc* pour les offres de jetons autres que ceux qui peuvent être assimilés à des instruments financiers. C'est le choix retenu par la France. Ce choix est intéressant en ce qu'il revient en pratique à dupliquer, en l'adaptant, le régime de l'offre publique de titres à celui de l'offre publique de jetons.

Or, un tel choix n'est pas sans conséquence. La première réside dans la nécessité de définir le champ d'application *rationae materiae* de la réglementation : celle-ci s'applique à tout type de jeton, lequel est défini comme « *tout bien incorporel représentant, sous forme numérique, un ou plu-*

20 - AMF, consultation sur les Initial Coin Offerings et initie son programme UNICORN, 26 octobre 2017 : http://www.amf-france.org/Actualites/Communiques-de-presse/AMF/annee-2017?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F5097c770-e37f-40bb-81ce-db2c95e7bdae

21 - 82 réponses furent apportées à cette consultation. AMF, Synthèse de la consultation de Place sur les ICO, 22 février 2018 : http://www.amf-france.org/Actualites/Communiques-de-presse/AMF/annee-2018?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F57711a6e-4494-4215-993b-716870ffb182.

22 - Le présent article a rédigé sur la base du projet présenté au CCLRF.

23 - Cf. cette chronique RTDF 4-2017.

sieurs droits, pouvant être émis, inscrits, conservés ou transférés au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant d'identifier, directement ou indirectement, le propriétaire dudit bien ». Cette définition vise à embrasser largement tout type de jeton. Le projet qualifie le jeton de bien incorporel mais en ajoutant qu'il se présente sous une forme numérique, le distinguant ainsi, par exemple, des brevets ou droits d'auteur. Mais surtout, ces jetons représentent des droits, sans que l'objet ou la nature de ceux-ci ne soient précisés, afin de ne pas limiter le type de droits visés. C'est en ce sens que la loi vise bien tous les types de jetons. Bien qu'il s'agisse de droits numériques inscrits dans une blockchain (selon l'expression désormais consacrée de « *dispositif d'enregistrement électronique partagé* »), le projet affirme clairement que ces jetons font l'objet d'un droit de propriété, consacrant au passage le concept de « propriété numérique ».

Ce qui caractérise un bien numérique, c'est qu'il peut être transféré (et non simplement copié) entre deux parties sur Internet sans nécessiter le consentement d'une autre partie. Bitcoin est le jeton original, avec des transferts de bitcoins et l'émission de nouveaux bitcoins enregistrés dans la chaîne de blocs Bitcoin. D'autres jetons ont aussi des transferts et des changements à leur base monétaire enregistrés dans leurs propres chaînes de blocs.

La deuxième conséquence intrinsèque au modèle français tient dans la notion même d'offre au public. Dans quelle mesure cette notion doit-elle être distincte ou non de celle retenue en matière de titres financiers ? Faut-il définir l'offre strictement de la même manière ? Convient-il d'appliquer les mêmes exceptions (cercle restreint, investisseurs qualifiés) ? En premier lieu, il convient de préciser que le régime de l'offre au public de jetons est un régime distinct de celui de l'OPTF. Il s'applique aux offres dont les jetons ne sont pas qualifiés d'instruments financiers, lesquels doivent alors suivre le régime de l'OPTF. Ce schéma correspond aux souhaits de la quasi-totalité des réponses reçues lors de la consultation lancée par l'AMF. Ensuite, il faut noter que le projet ne rentre pas dans le détail de la notion d'offre public dans la mesure où il qualifie d'offre au public le fait de « *proposer au public, sous quelque forme que ce soit, de souscrire ces jetons* », laissant au règlement général de l'AMF le soin de définir plus précisément le régime de l'offre publique. Cette définition permet d'appréhender tout mode de distribution dès lors que le public est visé. Par public, il convient ici de se référer *a priori* à la notion retenue dans le cadre de l'OPTF. Bien sûr, seul le public français, c'est-à-dire résident sur le territoire de la République est visé. La loi, tout comme dans l'OPTF, n'a pas vocation à régir les offres au-delà du territoire national. Afin de coller au plus à la réalité des ICO, la loi exclut de son champ d'application les offres « *souscrites par à un nombre limité de personnes (...), agissant pour compte propre* », ce nombre de personnes étant fixé par le RG AMF.

La troisième conséquence du choix législatif français tient dans le régime d'autorisation de l'offre. Tout comme en matière d'instruments financiers, un visa est délivré par l'AMF. Mais contrairement au régime de l'OPTF, ici le visa ne serait pas obligatoire mais seulement optionnel. Et c'est là la grande différence. Un émetteur de jetons pourrait demander l'obtention d'un visa, mais il ne serait pas obligé de le faire. Autrement dit, les entreprises qui ne veulent pas obtenir un visa en France ne verraient pas leurs offres interdites sur le territoire national ; bien sûr, ces offres devraient alors respecter les règles d'ordre public en matière de placement, comme celles relatives au démarchage. Mieux, l'obtention d'un visa serait réservée aux seules « *personnes morales établies ou immatriculées en France* » et refusée aux autres. Pourquoi limiter ce label aux seules sociétés établies sur le territoire national ? Au moins deux raisons : la première, c'est que l'AMF n'a pas vocation ni les moyens à devenir le gendarme du monde en matière des ICO : elle n'a pas de légitimité à délivrer un visa pour toutes les ICO qui viendraient, par opportunité, chercher le sésame en France mais sans aucun autre lien avec la France. La deuxième raison est d'inciter les projets étrangers à venir s'établir en France. Autrement dit, la contrepartie du précieux label, c'est la création de richesses en France. L'objectif est ambitieux quand on connait le frein fiscal pour les investissements étrangers en France, même avec des régimes favorables comme celui de JEI (Jeunes Entreprises Innovantes). L'idée sous-jacente est que la délivrance du visa, même si juridiquement celui-ci n'a d'effet juridique que sur le territoire national, constitue un précieux label pour tout émetteur d'ICO qui pourrait se prévaloir dans sa communication d'avoir obtenu un accord de la part de l'un des régulateurs les plus sérieux du monde.

La quatrième conséquence du choix législatif français réside dans le contrôle de l'information. Sur ce point, le mode de dissémination de l'offre est différent de celui en matière d'offre de titres : les ICO se caractérisent par des périodes de prévente, voire même de « vente privée », avant l'ouverture de l'offre publique. Or, pendant ces périodes, le *White Paper* comme l'ensemble de l'information sont largement diffusés « dans le public » via les réseaux sociaux, notamment *Telegram* ou *Slack*. Dès lors, convient-il de contrôler cette information avant l'obtention du visa ? Sur ce point, le projet reprend la formulation usitée en matière d'OPTF en considérant que « *les communications à caractère promotionnel relatives à l'offre au public présentent un contenu exact, clair et non trompeur et permettent de comprendre les risques afférents à l'offre* ». La question qui se pose ici est de savoir si ces communications pourront être diffusées sans attendre l'obtention du visa. En fait, dans la mesure où le visa n'est qu'optionnel, rien n'empêche, nous semble-t-il, les émetteurs de jetons de lancer leurs campagnes de marketing avant l'obtention du visa. Par contre, une fois ce visa obtenu, la communication devra alors présenter un contenu « exact, clair et non trompeur ». Espérons toutefois que l'AMF ne doive pas approuver tous les messages *Telegram* avant qu'ils ne soient envoyés !

En conclusion, la régulation des ICO ne fait que commencer. Une concurrence réglementaire va s'ouvrir entre grands régulateurs (laissons de côté les régulateurs de pays opportunistes dont les régulations ne seront pas acceptées par les grands investisseurs internationaux). Dans ce *forum shopping*, la France a une carte à jouer. Elle abat ses cartes en premier, ce qui constitue un atout mais aussi un risque. En fait, au-delà du texte lui-même, c'est la manière dont l'AMF d'abord s'appropriera ce dispositif, mais aussi dont le gouvernement en fera la promotion. Sur ce point, l'histoire de la régulation financière récente n'est hélas pas favorable à la France. Formons le vœu que cette réglementation des ICO constitue le changement de cap attendu depuis longtemps afin que la France ne soit plus l'ennemi de la finance.