

Le 10 janvier 2018

# CONSULTATION AMF SUR LES ICOs

Contribution de l'AMAFI et du LabEx ReFi

## Introduction

---

L'**AMAFI** est l'association professionnelle qui, aux niveaux national, européen et international, représente les acteurs des marchés financiers établis en France, qu'ils soient établissements de crédit, entreprises d'investissement ou infrastructures de marché et de post-marché, où qu'ils interviennent et quel que soit le lieu de résidence de leurs clients et contreparties. Ses adhérents agissent sur les différents segments des activités de marché, et notamment, que ce soit pour compte propre ou pour compte de clients, sur les marchés organisés et de gré-à-gré où sont traités des titres de capital et de taux ainsi que des dérivés, y compris de matières premières. Pour environ un tiers d'entre eux, ces adhérents sont des filiales ou succursales d'établissements étrangers.

Le **LabEx ReFi** est un laboratoire de recherche pluridisciplinaire dédié à l'évaluation des politiques de régulation. Il vise à (i) faire progresser la connaissance du fonctionnement des systèmes financiers et de leur régulation et à (ii) "conseiller" et "guider" en toute indépendance l'action des pouvoirs publics dans la mise en œuvre des politiques de régulation en apportant une expertise et une rigueur académique. Le LabEx ReFi a été constitué à l'initiative du CNAM, de l'ENA, de l'Université Paris I Panthéon Sorbonne et d'ESCP Europe (« porteur » du projet) dans le cadre du grand emprunt.

L'AMAFI et le LabEx ReFi se sont rapprochés afin de mener des travaux communs sur les enjeux liés à l'émergence des nouvelles technologies financières. C'est pourquoi l'Association et le Laboratoire ont conjointement souhaité apporter leur contribution à la consultation publique lancée par l'AMF sur les *Initial Coin Offerings* (ICOs).

L'AMAFI et le LabEX ReFi saluent d'autant plus l'initiative prise par l'AMF au travers de la présente consultation qu'il leur semble particulièrement important de mener une réflexion d'ensemble sur les conditions de mise en place d'un encadrement des ICOs. L'enjeu est double. Bien sûr, il s'agit de prévenir le risque que des opérations défaillantes ou frauduleuses de ce type n'entachent la crédibilité de ce mode de financement, et ne puissent au-delà rejaillir plus largement sur le système financier. Mais il s'agit aussi, dans le prolongement de la création de la division Fintech Innovation et Compétitivité (FIC) au sein de l'AMF, de prendre spécifiquement en compte le développement des nouvelles technologies et les interactions croissantes qu'elles génèrent avec des problématiques financières plus « classiques », comme celles de la stabilité financière, de la sécurité des transactions ou de la protection des investisseurs. En associant les diverses parties prenantes à sa réflexion, l'Autorité participe ainsi au renforcement de l'attractivité de la Place de Paris sur une question dont il est important d'apprécier aussi exactement que possible les différentes facettes au stade le plus précoce.

En synthèse, l'AMAFI et le LabEx ReFi souhaitent mettre en exergue les points suivants :

- S'il apparaît souhaitable que les ICOs soient encadrées au niveau européen, l'utilité d'une réglementation française préalable ne peut pour autant être déniée. Non seulement parce qu'il n'est pas opportun d'attendre que le cadre européen soit défini, mais aussi parce qu'il est judicieux que la Place de Paris pose les principes autour desquels ce futur cadre pourra être élaboré. En effet, développer les ICOs permettrait, toutes choses égales par ailleurs, de construire un secteur économique innovant, mais aussi de constituer à Paris une expertise au service de l'Europe et des innovateurs du monde entier.
- Si le cadre réglementaire des ICOs dépend de la nature juridique du jeton émis et des modalités de son émission, à droit constant il est donc hétérogène. Conformément à l'option 2 du document de consultation de l'AMF, les jetons peuvent être qualifiés alternativement de valeurs mobilières, ou relever du régime des intermédiaires en biens divers 1 ou 2 suivant leurs propriétés et les modalités de l'offre au public. La qualification de monnaie semble exclue en France, bien que la CJUE ainsi que certaines juridictions américaines l'aient admise.
- Pour autant, l'application en l'état de la réglementation ne pourrait faire l'économie d'aménagements nécessaires pour prendre en compte la réalité des ICOs, notamment l'absence de tout intermédiaire et les contraintes techniques de ces opérations.
- Dans le cas où le jeton ne correspondrait à aucune définition juridique existante, il serait nécessaire de l'intégrer dans le champ de compétences de l'AMF en créant une nouvelle « catégorie » de biens divers (les « bien divers 3 ») qui serait soumise à une réglementation spécifique.
- L'encadrement des offres au public de ces « biens divers 3 » se traduirait par l'octroi d'un visa par l'AMF (*option 3*) avant de pouvoir lancer les opérations de commercialisation, étant souligné qu'il semble préférable que ce visa reste facultatif (*option 3b*).
- Les conditions d'obtention du visa se fonderaient sur des exigences strictes mais limitées au document d'information attaché à l'ICO (le « *white paper* »).
- La bonne information du public pourrait être assurée par l'AMF au travers d'une page web dédiée présentant, à la suite d'un avertissement général, l'état en temps réel de toutes les ICOs visées par l'AMF.
- Cependant, au vu de divers arguments issus des réflexions autour de ce régime différencié des ICOs en fonction de la qualification juridique du jeton émis, **une réglementation uniforme de toutes ces opérations s'avèrerait une solution plus adaptée**, tant en termes de facilité de mise en œuvre et d'évolution que d'efficacité. L'AMAFI et le LabEx ReFi formulent une première proposition de rédaction de ce nouveau cadre réglementaire.
- Le document de consultation de l'AMF ne porte que sur l'offre initiale de jetons. Une réflexion complémentaire sur l'encadrement du marché secondaire (application de MIF 2 et MAR) devra impérativement être menée lorsque le jeton est qualifié de valeur mobilière.
- L'attractivité d'un régime juridique et d'une place de référence pour la localisation des ICOs dépend en outre de nombreuses autres caractéristiques des jetons qui restent à préciser : modalités applicables en matière de lutte anti-blanchement, juridiction compétente, nature comptable, fiscalité, etc.

Cette contribution est organisée en trois grands axes :

- En premier lieu, sont rappelés certains éléments de contexte qui mettent en avant certaines des raisons pour lesquelles il est indispensable que le sujet des ICOs soit traité par le régulateur et la Place.
- En second lieu, il s'agit d'analyser les différentes options de traitement juridique applicable aux ICOs :

- Comment les ICOs s'inscrivent dans le cadre légal existant, en fonction de la nature juridique du jeton offert : il s'agirait alors de suggérer certaines modifications réglementaires, puis de proposer des pistes de réflexions pour encadrer les ICOs dont le jeton ne correspond à aucun objet juridique connu.
- Envisager la création d'un cadre ad hoc pour toutes les ICOs indépendamment de la nature juridique du jeton offert : il s'agirait alors idéalement de requalifier les objets juridiques existants émis dans une chaîne de blocs afin de les sortir du régime qui leur est applicable, et de les intégrer dans une nouvelle réglementation unique dédiée aux offres au public de jetons quels qu'ils soient.

C'est cette dernière piste qui retient particulièrement l'attention de l'AMAFI et du LabEx ReFi. En effet, modifier un cadre ad hoc pour toutes les ICOs au fur et à mesure des réflexions du régulateur et de la Place sera bien plus facile que d'amender plusieurs régimes juridiques de façon simultanée.

- Enfin, une liste de questions ouvertes et de sujets à approfondir est établie, et anticipe de futurs débats.

Sont par ailleurs annexées les réponses aux questions posées par l'AMF dans son document de consultation.

L'AMAFI et le LabEx ReFi souhaitent continuer à être associés aux futures initiatives de l'AMF afin de pouvoir apporter leur contribution à la réflexion générale sur l'encadrement de ces nouvelles formes de financement que crée la *Fintech*. Il leur semblerait particulièrement utile que cette réflexion puisse être pilotée au travers d'un groupe réunissant, autour du régulateur, des acteurs du secteur et de l'industrie financière ainsi que des universitaires.

## Éléments de contexte

---

Les ICOs représentent une nouvelle opportunité pour le financement de l'économie, notamment pour des acteurs pour lesquels le financement traditionnel bancaire ou par les marchés s'avère difficile d'accès ou inadapté au regard de la spécificité et de la technicité de leurs projets, du stade précoce de leur développement, et d'un manque important de visibilité sur leur réalisation finale. En cela, la facilité de lancement d'une opération d'ICO, la rapidité de la levée de fonds, et les coûts réduits (par rapport à un financement au travers de *Business Angels* ou de fonds de *Private Equity*) font des ICOs un véhicule complémentaire particulièrement intéressant pour permettre aux entreprises concernées de financer leur démarrage et les premières étapes de leur développement. Mis en concurrence avec d'autres moyens de financement, les jetons présentent un double avantage en termes de coûts puisque leur émission ne nécessite pas d'intermédiaire, et permet de s'affranchir d'exigences réglementaires lourdes<sup>1</sup>.

Cette facilité de déployer des offres de jetons, jointe à l'engouement médiatique pour les cybermonnaies, ont créé une atmosphère de spéculation dont les conséquences pourraient être funestes pour les investisseurs abusés, voire pour les marchés qui s'emballeraient. Il ne paraît donc pas approprié que ces opérations échappent à toute forme de régulation et de supervision, en particulier pour des considérations relatives à la protection des souscripteurs. En effet, l'une des particularités des ICOs trouve son origine dans la nature de ces souscripteurs : les acheteurs de

<sup>1</sup> En termes de coûts notamment, l'ICMA a estimé le coût d'un prospectus entre 10 et 800 K€ (ICMA, 2015, *European Commission review of the prospectus directive consultation document responses*: <https://ec.europa.eu/eusurvey/publication/prospectus-directive-2015?surveylanguage=en>).

jetons (« *tokens* ») sont ainsi fréquemment des particuliers, jeunes, et souvent non suffisamment avertis quant aux risques intrinsèques de ces opérations. Parallèlement, il faut tout de même noter la montée en puissance des investisseurs institutionnels pour qui, tant les cybermonnaies que ces nouveaux jetons, constituent des sources de diversification qui retiennent de plus en plus leur attention.

L'enjeu est donc de trouver le bon équilibre. La réglementation doit être suffisamment protectrice des investisseurs tout en restant néanmoins attractive car il n'y aurait pas d'intérêt à ce que les opérations d'ICOs continuent à se développer et à attirer des Français, qu'ils soient porteurs de projets ou épargnants, mais en dehors de la Place de Paris. Si une rigidité excessive annihilerait de façon contreproductive le développement du marché, il ne peut être souhaité non plus que des contraintes insuffisamment proportionnées ne conduisent à attirer les « mauvaises » ICOs, c'est-à-dire celles dont les projets n'ont pas de valeur fondamentale.

C'est pourquoi, si à court terme une réglementation française des ICOs est indéniablement utile, la perspective de plus long terme est nécessairement celle d'un encadrement réfléchi au niveau européen. L'Union européenne doit d'autant plus envisager collectivement qu'il est impératif d'éviter des divergences problématiques sur des opérations qui peuvent acquérir très facilement un caractère transfrontière, et qui soulèvent des questions importantes de compétence juridictionnelle et de droit applicable.

## Quelle réglementation pour les ICOs proposées en France ?

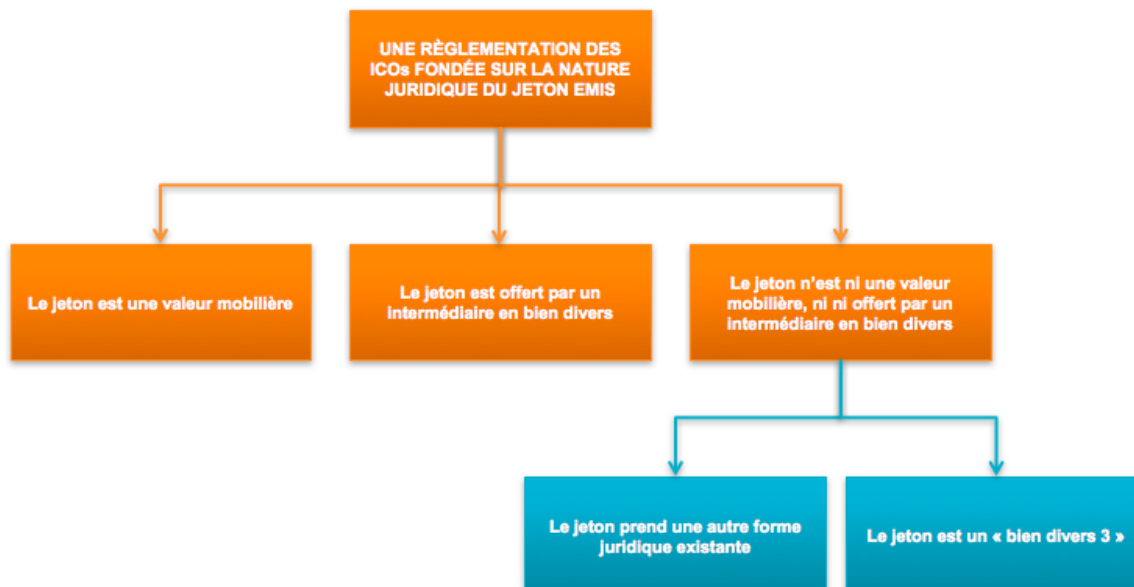
Les jetons offerts au public au travers des ICOs, émis et conservés dans une chaîne de blocs, peuvent prendre diverses formes comme le relève l'AMF. Zetzsche et al. 2017<sup>2</sup> offrent un inventaire raisonné en distinguant :

- des *jetons de service* (« *utility tokens* ») donnant seulement accès au service développé dans le cadre du projet financé par l'ICO concernée ;
- des *jetons communautaires* offrant des droits dans un projet commun (droit de vote mais aussi droit d'usage non exclusif) ;
- des *jetons financiers* pouvant produire des revenus en espèces et/ou conférer des droits équivalents à des titres de sociétés (droit de vote, droit de participation aux gains et/ou aux pertes, etc.).

On peut sans doute qualifier ces derniers de « valeurs mobilières » au sens de la directive MiFID 2 (art. 4.1.44) : à cet égard, il convient de remarquer que ce texte européen désigne un ensemble bien plus réduit que le *Howey Test* considéré par la SEC, notamment dans sa communication sur les ICOs<sup>3</sup>. Aussi la diversité dans les profils des jetons offerts lors des opérations d'ICO permet, au moins dans un premier temps, d'esquisser des profils réglementaires cohérents pour héberger des types d'opérations correspondantes.

L'analyse présentée ici s'attache à déterminer comment les ICOs s'inscrivent dans le cadre légal existant, et suggère certaines modifications (sans prétendre à l'exhaustivité) qu'il conviendrait de lui apporter.

Le plan des réflexions exposées dans cette partie peut être synthétisé grâce au schéma suivant :



<sup>2</sup> Zetzsche, Dirk A. and Buckley, Ross P. and Arner, Douglas W. and Föhr, Linus, *The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators* (December 18, 2017). University of Luxembourg Law Working Paper No. 11/2017; UNSW Law Research Paper No. 83; University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2017/035 : <https://ssrn.com/abstract=3072298> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3072298>.

<sup>3</sup> Voir en particulier U.S. Securities Laws May Apply to Offers, Sales, and Trading of Interests in Virtual Organizations, 2017-131: <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-131>.

## 1. La réglementation des ICOs dont le jeton peut être qualifié juridiquement

Pour des raisons de *level playing field*, il n'est pas déraisonnable d'envisager – tout du moins dans un premier temps (*v. paragraphe IV*) – que les offres au public de jetons se conforment à la réglementation qui leur est applicable lorsque les *tokens* répondent à une définition juridique existante (*option 2 proposée par l'AMF*).

En partant des observations mises en exergue par l'AMF dans son document de consultation, aux paragraphes 3 et 4.2, il s'agit d'analyser ici en quoi (et comment, au moyen des amendements nécessaires) la réglementation actuelle serait ou non adaptée pour encadrer les ICOs.

Les éléments présentés ci-dessous sont synthétisés dans le Tableau 1 figurant à la fin du paragraphe 2 de cette partie.

### 1.1. Le jeton répond à la définition de valeur mobilière : simplifier le régime Prospectus

Si un jeton entre dans la catégorie des valeurs mobilières, définies par la directive MiFID 2 à l'article 4.1.44, l'offre au public d'un tel jeton devrait en toute logique se voir alors appliquer les dispositions relatives à la directive Prospectus.

Toutefois, du fait de sa complexité et de sa densité, le prospectus exigé dans le cadre d'une offre au public classique ne peut être considéré comme adapté face aux enjeux de flexibilité et de rapidité qui sont au cœur de la plupart des souscriptions de jetons, tant en termes de contenu ou des informations requises (nécessairement non adaptées à la spécificité de ces opérations) que des formalités afférentes à la constitution, au dépôt et au visa du prospectus. L'évaluation de la directive par la Commission avait d'ailleurs montré qu'il était inadapté aux PME<sup>4</sup>. C'est pourquoi, dans le cadre de la révision de Prospectus, intégrer les ICOs dans les réflexions menées autour de la simplification de ce régime semble indispensable.

En la matière, les normes techniques relatives au régime Prospectus révisé, en cours d'élaboration, peuvent ouvrir une certaine marge de manœuvre grâce à laquelle il serait possible de considérer la question des émissions de jetons. Ainsi, à la condition que l'émission de valeurs mobilières soit réalisée via une chaîne de blocs, un document d'information (*white paper*) encadré mais simplifié par rapport à Prospectus, et adapté aux spécificités de ces opérations, pourrait être exigé des porteurs de projets.

A ce titre, la révision de Prospectus – pour autant que cela soit possible à ce stade du processus européen – doit *a minima* s'envisager au regard des considérations suivantes :

#### 1.1.1. Définir ce qu'est une chaîne de blocs afin de limiter la portée de ce nouveau régime

S'agissant de la définition de la chaîne de blocs, il paraîtrait adapté de reprendre la référence au « dispositif d'enregistrement électronique partagé » (DEEP) introduite à l'article L. 223-12 du Code monétaire et financier modifié par l'ordonnance n° 2016-520 relative aux bons de caisse : « *Sans préjudice des dispositions de l'article L. 223-4, l'émission et la cession de minibons peuvent également être inscrites dans un **dispositif d'enregistrement électronique partagé** permettant*

<sup>4</sup> V. par exemple EC 2015, Consultation on the Review of the Prospectus Directive – Feedback statement on the public online consultation ([http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/docs/summary-of-responses\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/docs/summary-of-responses_en.pdf)), p. 14 : "A large majority of respondents consider that the proportionate disclosure regime for SMEs has not met its original purpose".

*l'authentification de ces opérations, dans des conditions, notamment de sécurité, définies par décret en Conseil d'État. »*

Il existe une définition de la « chaîne de blocs » établie le 23 mai 2017 par la Commission d'enrichissement de la langue française (*Vocabulaire de l'informatique, Journal Officiel de la République Française*), toutefois elle n'est ni opérationnelle, ni opposable.

### **1.1.2. Etablir la liste des informations pertinentes, utiles et indispensables à la compréhension de l'ICO par le souscripteur potentiel**

Les réflexions portant sur l'information minimale relative à une offre au public de jetons font l'objet d'une section particulière (*v. paragraphe 2.1.2*). En effet, il paraît logique que cette information soit identique quelle que soit la nature juridique du jeton.

### **1.1.3. Prendre en compte les spécificités des émetteurs de jetons**

S'il est difficile d'obtenir des données fiables, il semble toutefois que les émetteurs d'ICOs ne disposent pas toujours de la personnalité morale. Il s'agit souvent de personnes physiques ou de sociétés de fait. Or, d'après l'article L. 211-2 du Code monétaire et financier, les titres financiers ne peuvent être émis par une personne physique. Par ailleurs, aux termes de l'article 1841 du Code civil, les sociétés autres que certains types de sociétés par actions (SA, SCA et SAS sous certaines conditions), se voient interdites d'émettre des titres financiers, des titres négociables ou des parts sociales. Ainsi, quand bien même un jeton serait qualifié de valeur mobilière et donc soumis aux exigences de la directive Prospectus, l'émission de ce *token* serait impossible chaque fois que le porteur de projet n'a pas la qualité requise par la loi. Ainsi, deux cas de figure se présentent :

#### **❖ Maintenir le droit existant**

A droit constant, cela signifierait que les émetteurs de jetons se verraient imposer la constitution d'une société ayant la personnalité morale dès lors que le *token* offert répondrait à la qualification de valeur mobilière.

Pour autant, l'opportunité d'une telle obligation demanderait à être vérifiée. Il est à craindre que la charge administrative en résultant conduirait de nombreux porteurs de projet à réaliser leur opération hors de France. De plus, d'après les articles 213-1 et 213-2 du RG AMF, quand bien même l'émetteur est une société, une offre de jetons qualifiée d'offre au public pourrait être interdite par l'AMF.

#### **❖ Aménager le droit existant**

Afin de prévoir la possibilité que des émetteurs n'ayant pas la personnalité morale soient autorisés à offrir au public des valeurs mobilières, dans le cadre exclusif d'une émission sur une chaîne de blocs, deux pistes seraient à explorer :

- Amender l'article L. 211-2 du Code monétaire et financier en conséquence.
- Octroyer la personnalité morale aux sociétés dite « *Decentralised Autonomous Organisation* » (DAO), simple et rapide à mettre en place par les porteurs de projets. Cependant, il est peu probable qu'une DAO soit constituée dans le but d'émettre des valeurs mobilières, ou tout autre objet juridique, leur finalité principale étant la distribution de jetons non qualifiés à l'heure actuelle.

Enfin, si un jeton est qualifié de valeur mobilière, et que son émission est autorisée par la loi et par l'AMF, l'application de Prospectus à l'opération d'ICO est finalement conditionnée par l'article 211-2 du RG AMF qui, en application de la directive européenne, énonce les quatre conditions possibles dans lesquelles une offre au public de titres peut se retrouver exemptée des obligations en matière de

Prospectus. Or si l'on examine les cas d'exemption au régime Prospectus, aucun des seuils ne s'appliquent aux émetteurs de jetons dans le cadre des ICOs prometteuses. En effet, en règle générale, les porteurs de projet visent une levée de fonds comprise entre 10 et 100 millions d'euros, sans que la valeur nominale du jeton soit supérieure à 100 000 euros<sup>5</sup>.

« I. - Au sens du I de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier, ne constitue pas une offre au public une offre de titres financiers présentant l'une des caractéristiques suivantes :

1. Son montant total dans l'Union est inférieur à 100 000 euros ou à la contre-valeur de ce montant en devises ;
2. Son montant total dans l'Union est compris entre 100 000 euros et 5 000 000 euros ou la contre-valeur de ces montants en devises et elle porte sur des titres financiers qui ne représentent pas plus de 50 % du capital de l'émetteur. Pour les titres financiers dont l'admission aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1 est demandée, son montant total maximal dans l'Union peut être abaissé à 2 500 000 euros à la demande de l'entreprise de marché qui le gère ;
3. Elle est adressée à des investisseurs qui acquièrent les titres financiers qui font l'objet de l'offre pour un montant total d'au moins 100 000 euros ou la contre-valeur de ce montant en devises par investisseur et par offre distincte ;
4. Elle porte sur des titres financiers dont la valeur nominale s'élève au moins à 100 000 euros ou à la contre-valeur de ce montant en devises.

II. - Le montant total de l'offre mentionnée au 1° et au 2° du I ainsi que le montant prévu au I bis de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier sont calculés sur une période de douze mois qui suit la date de la première offre. »

#### 1.1.4. L'encadrement du marché secondaire des jetons

La consultation de l'AMF ne s'intéresse qu'au marché primaire des jetons et n'aborde pas la question du marché secondaire, qui pour les valeurs mobilières est régi notamment par les règles de MIF 2 ou de MAR.

L'absence d'intermédiaire dans les opérations d'émission n'emporte pas *de facto* la non application des dispositions relatives aux marchés secondaires des valeurs mobilières aux jetons qualifiés comme telles. Comme l'AMF le souligne dans son document de consultation, il existe des plateformes d'échange sur Internet. Celles-ci s'apparentent à des systèmes de négociation qui sont particulièrement régulés par MIF 2.

Dans l'hypothèse où un jeton peut recevoir une qualification de valeur mobilière, il conviendra donc de mener une étude approfondie sur les conditions dans lesquelles les règles liées au marché secondaire doivent être prises en considération.

#### 1.2. Le jeton ne répond pas à la définition de valeur mobilière

Lorsque le jeton ne peut être qualifié de valeur mobilière, le régime juridique applicable peut être complexe : les acheteurs de jetons pourraient se prévaloir, par exemple, du droit de rétractation opposable aux ventes par internet en même temps que des obligations découlant du régime des intermédiaires en biens divers.

<sup>5</sup> Il est à noter que les nouveaux seuils issus du Règlement Prospectus (UE) 2017/1129 ne sont pas de nature à modifier le raisonnement proposé.



La réglementation des biens divers 1 et 2 comporte deux volets :

1. L'obligation d'information au public :
  - préalable à toute communication à caractère promotionnel ou tout démarchage :
    - Articles L. 550-3 à L. 550-5 du Code monétaire et financier
    - Article 441-3 du RG AMF
    - Articles 12 à 14 de l'instruction AMF – Procédure d'enregistrement et établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF par les IBD (DOC-2017-06)
  - ex post : article 20 de l'instruction AMF
2. L'encadrement de l'intermédiaire :
  - Articles L. 550-1 et L. 550-2 du Code monétaire et financier
  - Article 441-1 et 441-2 du RG AMF
  - Instruction AMF

En effet, dès lors qu'un jeton est proposé « *en mettant en avant la possibilité d'un rendement financier direct ou indirect ou ayant un effet économique similaire* », ou en offrant « *une faculté de reprise ou d'échange et la revalorisation du capital investi* », alors l'ICO pourrait relever du régime des intermédiaires en biens divers. Néanmoins, ce régime n'est pas adapté en l'état.

#### **1.2.1. Concilier la notion d'intermédiaire en biens divers avec le fonctionnement désintermédié des ICOs**

L'une des caractéristiques essentielles des ICOs consiste à se passer de tout intermédiaire, puisque l'émission des jetons s'opère *via* un automate contractuel (« *smart contract* ») ou par inscription sur une chaîne de blocs. Par conséquent, le régime actuel des intermédiaires en biens divers ne peut s'appliquer en l'état. Il s'agirait donc d'aménager ce régime aux biens divers 1 et 2 inscrits sur une chaîne de blocs : pour ceux-ci, il s'agirait d'appliquer les obligations d'information non pas à *un intermédiaire* (qui n'existe pas dans le cas présent) mais à *l'émetteur* des jetons. Pour cela, la définition de la chaîne de blocs devrait être introduite (*v. paragraphe 1.1.1*). En revanche, la référence à « l'intermédiaire en biens divers » serait maintenue pour les cas où l'émetteur de jetons répondrait à sa définition.

#### **1.2.2. Calibrer les obligations d'information applicables aux opérations d'ICOs**

Afin de tenir compte des caractéristiques intrinsèques aux opérations d'ICOs, les exigences en matière d'information « *à caractère clair, exact et non trompeur* » (*v. art. 14 de l'instruction AMF*) relatives à l'offre de biens divers 1 et 2 devraient être adaptées.

Ces obligations s'apparentent à celles décrites au paragraphe 2.1.2. *infra*.

#### **1.2.3. Rationaliser les délais d'instruction des documents d'information**

Enfin, le délai d'examen du document d'information par l'AMF est actuellement de deux mois à compter de la réception du dossier complet, période durant laquelle les communications à caractère promotionnel et le démarchage sont interdites. Au vu de la rapidité des opérations d'ICOs, ce délai devrait idéalement être fortement raccourci. Pour ce faire, et à condition de la doter des moyens adéquats, une solution pourrait consister à ce que l'examen des documents d'information relatifs aux offres de jetons soit géré par la division Fintech, Innovation et Compétitivité (FIC) de l'AMF qui dispose de l'expertise adéquate.

### 1.3. Le jeton n'est pas offert par un intermédiaire en biens divers

Un jeton qui ne répondrait ni à la définition de valeur mobilière, ou qui ne serait pas proposé par un intermédiaire en bien divers, se verrait alors confronté à deux scénarios : soit il répondrait à une autre qualification juridique non envisagée à ce stade (contrat dérivé ? matière première ?), soit il ne relèverait d'aucun régime particulier.

## 2. La réglementation des ICOs qui ne relèvent d'aucun régime particulier

### 2.1. Mise en place d'une réglementation *ad hoc* : option 3

L'option 3 proposée par l'AMF consiste à soumettre les offres de jetons (non qualifiés juridiquement) au public français à l'obtention d'un visa AMF. Elle se décline par ailleurs en deux sous-options 3a et 3b, selon que ce visa est ou non nécessaire pour que les émetteurs puissent procéder, sur le territoire français, à la commercialisation de *tokens* auprès de tiers.

Cette option 3, qui constitue indéniablement une piste intéressante, suppose néanmoins qu'un certain nombre de points soient pris en considération.

#### 2.1.1. Définir les « biens divers 3 »

L'offre au public de « biens divers 3 » devrait viser uniquement les émissions via une *chaîne de blocs*, i.e un DEEP, de jetons non qualifiés juridiquement par ailleurs.

A l'instar de la problématique soulevée précédemment s'agissant de l'aménagement du régime des biens divers 1 et 2 émis via un DEEP, la référence à un « intermédiaire » ne devrait pas être systématisée compte tenu de son inadaptation au fonctionnement sans intermédiation d'une ICO. Cependant, même en l'absence d'intermédiaire, le régime spécifique aux biens divers 3 devrait tout de même identifier une personne responsable du respect des obligations d'information aménagées qui s'appliqueraient à l'ICO.

#### 2.1.2. Calibrer les exigences d'information

Il serait important, pour des raisons de traitement harmonisé d'opérations de même nature, que ce calibrage s'applique quelle que soit la nature juridique du jeton émis à l'occasion de l'ICO.

Aujourd'hui, la plupart des *white papers* émis à l'occasion des récentes ICOs sont lacunaires et très (et parfois uniquement) techniques : comme l'ont montré Zetzsche et al. 2017<sup>6</sup>, sur 220 ICOs étudiées, il manque souvent les informations de base, par exemple une adresse de contact pour les porteurs de projets n'est fournie que dans 48 % des cas, la juridiction compétente dans 35 %, etc.

Si, aujourd'hui, une réglementation des ICOs doit être envisagée, il semble que le volet le plus crucial est celui de l'information délivrée aux souscripteurs. C'est pourquoi le visa octroyé par l'AMF devrait être uniquement fondé sur le contrôle d'exigences en matière d'informations à communiquer au public au moment de la levée de fonds en cybermonnaies.

---

<sup>6</sup> Zetzsche, Dirk A. and Buckley, Ross P. and Arner, Douglas W. and Föhr, Linus, The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators (December 18, 2017). University of Luxembourg Law Working Paper No. 11/2017; UNSW Law Research Paper No. 83; University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2017/035. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3072298> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3072298>

Plusieurs projets concernant le document d'information (*white paper*) ont vu le jour, dont il conviendrait de s'inspirer (par exemple, l'*ICO Charter*). De plus, il pourrait être utile de se fonder sur les éléments pertinents issus de la directive Prospectus, du régime des biens divers, et d'autres dispositifs législatifs existants (par exemple, l'article 217-1 du RG AMF).

Ainsi, a minima, le socle d'informations communes à tout offre au public de jetons devrait être le suivant :

- L'identité des porteurs du projet (personnes physiques ou morales). Cela implique la fourniture de coordonnées (adresse postale ou électronique, numéro de téléphone).  
→ Devrait-on imposer aux personnes physiques qu'elles remplissent des compétences et connaissances minimales (finance, technologie) ? Ou des conditions d'honorabilité ?
- Une description générale du projet avec son calendrier de mise en œuvre.
- La description des sources de financement du projet si l'émission de jetons n'est pas le seul mode de financement, et la hiérarchie des créanciers.
- Les risques spécifiques aux jetons émis (et les différences en cas d'émission « multi-tokens ») à l'activité et au projet de l'émetteur.
- Le nombre de jetons proposés au public et leur valeur.
- L'existence et les modalités de toutes les procédures de vente antérieures et postérieures, s'il existe plusieurs procédures (en particulier dans le cas d'une pré-vente).
- Les droits conférés par chaque jeton.
- L'usage prévu des produits de la vente.
- La juridiction compétente en cas de litige, le droit applicable à l'émission, pour autant que cela ne soit pas lié à la nationalité du souscripteur.
- Les modalités de l'engagement du souscripteur au moyen du *smart contract*.
- Les mesures de cybersécurité prévues.

En marge d'un contenu informatif adaptée pour chaque ICO, il pourrait être également pertinent qu'une notice standard soit attachée à tout *white paper*. Ce document générique, à caractère pédagogique, aurait pour vocation d'expliquer de façon claire et intelligible en quoi consiste une ICO et d'avertir le consommateur de la réalité des risques afférents à ces opérations. Ces éléments d'appréciation devraient rester objectifs et purement factuels, le but n'étant pas de démotiver tout investissement dans une offre au public de jetons, mais de donner au souscripteur la possibilité de le faire en toute connaissance de cause. Ceci paraît d'autant plus important à un moment où le *Bitcoin* devient un sujet fortement médiatisé – notamment au regard de la bulle spéculative qui s'est formée ces derniers mois –, où la confusion entre DLT, monnaies numériques et ICOs est facile pour des personnes peu ou non initiées, et où circule une masse d'informations substantielle d'une qualité fortement hétérogène.

### 2.1.3. Déterminer la contrepartie au visa de l'AMF

Si la nécessité de la mise en place d'un régime d'autorisation des ICOs adressées au public français est actée, la forme de la contrepartie à l'obtention de ce visa par les émetteurs doit encore faire l'objet d'échanges au sein de l'industrie et avec le régulateur. Les options envisagées sont les suivantes :

#### ❖ Option 3a

Sur le fondement de l'option 3a proposée par l'AMF, les ICOs qui n'auraient pas obtenu le visa de l'Autorité – soit parce que le projet ne lui pas été soumis, soit parce qu'il ne satisfait pas aux conditions du visa – se verraient interdites de commercialisation en France.

Si l'avantage de cette solution réside dans la clarté du message du régulateur français à l'intention du public, elle n'aurait en réalité qu'une faible portée. En effet :

- Interdire une ICO sur le « sol » français n'a intrinsèquement pas de sens, et cela n'empêcherait pas un investisseur français de souscrire à cette ICO (sauf à contrôler Internet, à l'instar de la République Populaire de Chine). A titre d'illustration, après que l'Etat de New-York ait instauré une [BitLicense](#), sans laquelle une personne n'est pas autorisée à conduire une activité qui implique le recours à des cybermonnaies (« *engage in any Virtual Currency Business Activity* »), les ICOs ont fortement ralenti et les émetteurs ont migré vers d'autres États.
- L'AMF n'aurait aucun pouvoir de sanction à l'encontre des émetteurs, ce qui décrédibiliserait son action.
- En sus de son inefficacité, l'interdiction des ICOs serait porteuse d'un message négatif pour les porteurs de projet, et soulèverait un risque fort en termes d'image pour la France et le régulateur.

### ❖ Option 3b

Pour les raisons mêmes qui vont à l'encontre d'un visa obligatoire, préalable à toute opération de commercialisation en France, il semble important de retenir cette option 3b. Le visa aurait ainsi pour seul objet de vérifier que l'information minimale qui est mise à disposition de l'investisseur a vu son exhaustivité contrôlée sans pour autant en garantir la qualité.

Dans ce cadre, il serait particulièrement intéressant que l'AMF assure l'affichage sur une page web :

- Des informations communiquées par les émetteurs, qui pourraient en outre choisir de faire certifier les informations communiquées au public par un tiers d'autorité.
- Pour chaque ICO ayant obtenu le visa de l'AMF, d'une information en temps réel sur l'état de l'offre (c'est-à-dire le niveau de la collecte par rapport aux objectifs du projet) et un lien permettant d'accéder au document d'information fourni par l'émetteur.

Reste alors à examiner la situation des ICOs qui n'auraient pas obtenu le visa de l'Autorité. N'étant pas interdites, celles-ci pourraient être proposées au public français.

Une double limite devrait alors s'imposer :

- D'une part, que l'émetteur indique sur le document d'information attaché à l'émission que celle-ci n'a pas obtenu le visa de l'AMF.
- D'autre part, que l'AMF affiche sur une page dédiée de son site Internet de l'AMF :
  - Un avertissement générique indiquant que *toutes* les ICOs font courir le risque de perte de la totalité du capital investi et que celles qui sont présentées sur le site (car ayant communiqué à l'AMF les informations demandées au titre du visa) offrent seulement une information standardisée consultable en cliquant sur le lien correspondant à chaque ICO.
  - Une liste noire des ICOs qui n'affichent pas, sur le document d'information, le signalement que l'opération n'a pas obtenu le visa de l'AMF (à l'image de ce qui existe pour les produits Forex, les options binaires ou les biens divers).

Il nous semble que cette solution soit à privilégier, car elle aurait le mérite de ne pas entraver le développement des opérations d'ICOs, à un stade où peu de gens sont experts sur le sujet. Ce qui importe à ce stade est que l'AMF puisse s'assurer que les émetteurs n'ayant pas reçu de visa le mentionnent explicitement lorsqu'ils s'adressent au public français. Dans le cas contraire, ces offres apparaîtraient sur la liste noire de l'AMF des ICOs n'ayant pas signalé l'absence de visa.

#### 2.1.4. Rationaliser les délais d'octroi du visa par l'AMF

Une autre préoccupation inhérente à la mise en place d'un visa est indéniablement liée aux délais qui seront nécessaires pour l'obtention de cette autorisation. Pour être acceptable et opérant, à un moment où il est important que les émetteurs ne subissent de façon indue aucun « contre-temps » exogène, il conviendrait que l'octroi d'un tel visa se fasse rapidement (délai à définir), sans quoi cela pourrait fortement dissuader des porteurs de projet – pourtant enclins à se conformer à des standards minimum, gage de la qualité de leur opération – à envisager de l'obtenir. Cette condition d'efficacité du visa dépendra des ressources allouées par l'AMF à ces fins. L'AMAFI et le LabEx ReFi préconise que la division FIC de l'AMF soit responsable de l'octroi du visa, et s'engage sur un délai raisonnable compatible avec les exigences de rapidité et flexibilité des offres de jetons.

De la même manière, les exigences relatives au contenu du document d'information (*white paper*) sur lesquelles se basera le visa devraient être suffisamment claires et intelligibles pour permettre aux émetteurs de formaliser leur demande auprès du régulateur dans un délai rapide. Ainsi, la mise en place d'un visa doit prendre en compte les exigences du modèle économique des ICOs dont l'un des intérêts premiers est la vitesse à laquelle les fonds sont levés, afin que l'offre en France soit attractive pour les émetteurs.

## 2.2. Synthèse

Le tableau ci-dessous synthétise l'analyse menée ci-dessus.

Si les « biens divers » ne sont pas définis en tant que tels par la loi, la référence à la « catégorie des biens divers » (qu'il s'agisse des biens divers 1 et 2, ou des nouveaux biens divers 3) a pour objectif de faciliter la présentation de notre raisonnement.

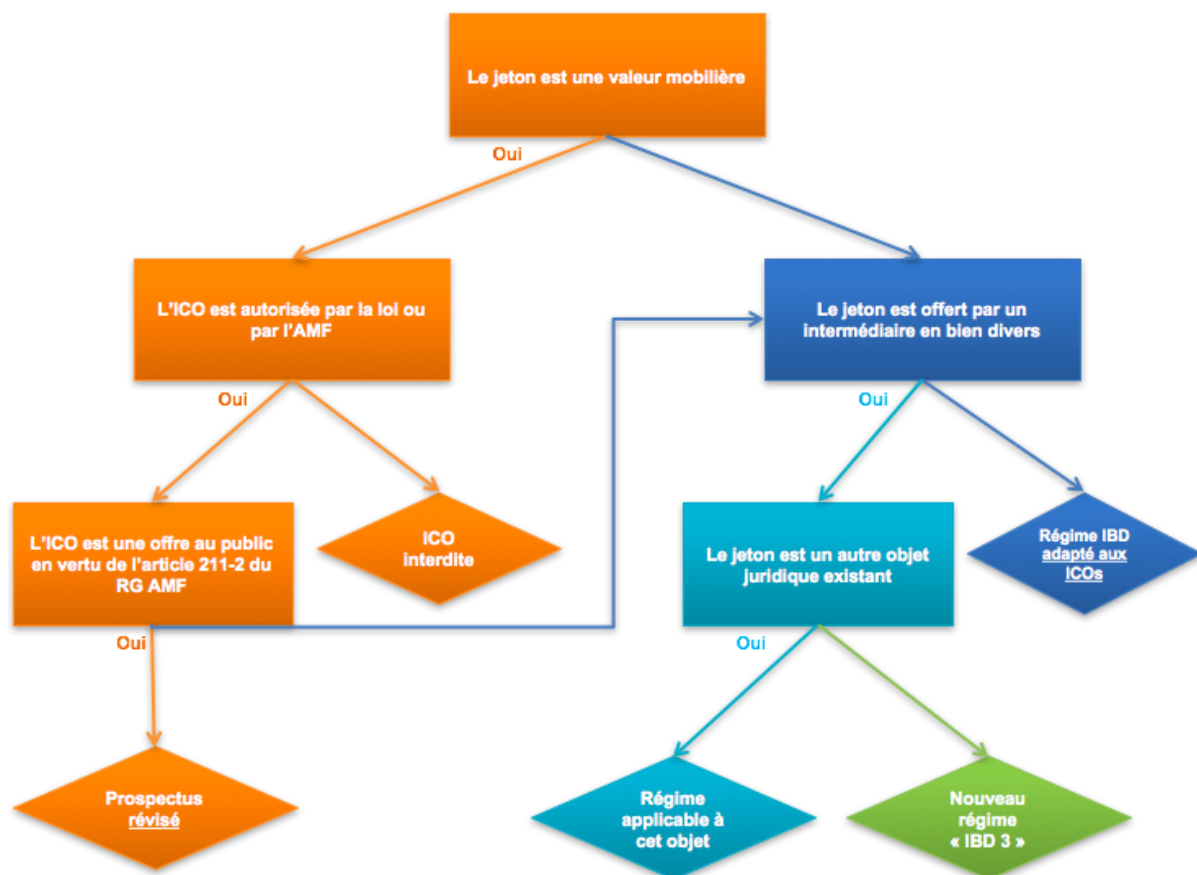
**Tableau 1 : Synthèse de l'analyse des ICOs dans le cadre de la réglementation actuelle**

Qualification juridique du jeton	Valeur mobilière	« Bien divers 1 ou 2 »	« Bien divers 3 » (nouvelle qualification proposée)
Réglementation applicable au « <i>white paper</i> » de l'offre au public de jetons	Prospectus : validation par l'AMF	Enregistrement du document d'information : attribution du numéro par l'AMF	Visa : autorisation de commercialisation par l'AMF  Information en temps réel sur l'état des ICOs visées (site Internet de l'AMF)
Délai d'autorisation du « <i>white paper</i> »	Dix jours de négociation à compter de l'avis de dépôt ou de réception de l'AMF de la documentation complète (Article 212-21 du RG AMF)  Vingt jours en cas de première offre au public ou de première admission aux négociations sur un marché réglementé (Article 212-22 du RG AMF)	Deux mois à compter de la réception du dossier complet (Article 15.2 de l'Instruction AMF – Procédure d'enregistrement e établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF par les intermédiaires en biens divers)	A déterminer
Contenu informatif	Proposition AMAFI-LabEx ReFi au paragraphe 2.1.2 de la partie Réglementation des ICOs, rédigée sous la forme d'un nouvel article 441-4 du RG AMF		
Action de l'AMF en cas de non-conformité	Interdiction de l'ICO	Interdiction de l'ICO (Article 17 de l'Instruction AMF)	Obligation pour l'émetteur d'afficher clairement qu'il n'a pas le visa de l'AMF  Mise en place d'une liste noire par l'AMF des ICOs n'ayant pas respectée cette obligation
Aménagement nécessaire de la réglementation actuelle	Simplification du contenu du prospectus Ou Renvoi au nouvel article 441-4 du RG AMF (proposition AMAFI-LabEx ReFi)  Adaptation aux spécificités des ICOs  Désignation de la personne responsable pour l'établissement du prospectus	Proposition AMAFI-LabEx ReFi d'amendements réglementaires du Code monétaire et financier (articles L. 550-1-III bis et L. 550-1-V) et du RG AMF (article 441-4) : <ul style="list-style-type: none"> <li>• Introduction de la notion de jeton</li> <li>• Adaptation du contenu du document d'information aux spécificités des ICOs</li> <li>• Non application des obligations à l'encontre des intermédiaires (à préciser)</li> </ul>	Introduction d'un « bien divers 3 » : jeton qui ne répond pas à la définition d'un bien divers 1 ou 2
		Requalification des « biens divers 1 et 2 » émis via un DEEP comme jeton  Rationalisation des délais d'examen du document d'information	
Encadrement du marché secondaire	MIF 2 ? MAR ?	N/A	N/A

### 3. Une réglementation unique pour l'ensemble des ICOs ?

#### 3.1. La typologie des différentes ICOs : est-il possible d'en délimiter les frontières ?

Tout comme la compétence de l'AMF est une hypothèse nécessaire à l'élaboration du nouveau régime d'encadrement des ICOs fondé sur la nature juridique du jeton émis, il est impératif d'établir une classification claire de ces *tokens* afin de soumettre chaque opération au sous-régime qui lui convient.



Aujourd'hui, dans la plupart des documents d'information, il apparaît que le jeton n'est pas qualifié juridiquement par son émetteur. Cette situation conduirait certains investisseurs à demander l'avis juridique d'un professionnel certifiant que ce n'est pas un instrument financier. Une solution bien plus attractive serait de définir ex ante une typologie universelle pour assurer l'homogénéité du traitement des ICOs.

Comme la Banque de France le signale dans une communication datant du 5 décembre 2013 sur « Les dangers liés au développement des monnaies virtuelles : l'exemple du bitcoin », il est d'ores et déjà possible d'exclure la qualification d'un jeton comme moyen de paiement (article L. 311-3 du Code monétaire et financier) ou monnaie électronique (article L. 315-1), quand bien même ce jeton servirait au paiement lors de transactions sur une chaîne de blocs. En effet, l'émission de jetons n'implique pas la remise de fonds en contrepartie. Ils ne sont pas représentatifs d'une créance. De plus, ces jetons ne sont acceptés qu'au sein d'une communauté restreinte d'utilisateurs.

Tels qu'envisagés à ce jour, les jetons pourraient vraisemblablement être qualifiés de valeurs mobilières, ou encore être proposés par un intermédiaire en biens divers. Mais rien n'indique que cela soit les seules possibilités, il convient donc de ne pas fermer la porte à cette éventualité.

### **3.2. Unifier la réglementation de toutes les ICOs ?**

#### **3.2.1. Un besoin réel**

Jusqu'ici, l'idée avancée consistait à la mise en place d'un cadre réglementaire des ICOs composé de sous-régimes basés sur la nature juridique du jeton émis à l'occasion d'une telle opération. Cependant, plusieurs arguments laissent présager de la difficulté de mettre en place un dispositif réglementaire différencié selon le type de jeton offert.

D'ores et déjà, la tendance est à la diversification des jetons émis à l'occasion d'une même opération (ICO dite « multi-tokens » de jetons de différentes natures, visant des publics différents, etc.). De plus, de nombreux analystes (y compris au sein de la CFTC) estiment qu'un jeton peut changer de nature au gré du temps, et prendre une (ou plusieurs) autre forme juridique au cours de son existence.

Également, comme expliqué précédemment, des aménagements de la réglementation actuelle sont inévitables pour y intégrer les offres de jetons qualifiés juridiquement, ce qui risque de complexifier l'exercice tout en opacifiant sensiblement le cadre législatif et réglementaire applicable.

Enfin, d'après l'AMF, la qualification juridique du jeton constitue le plus souvent une exception. Parmi les projets d'émission qui lui ont été présentés, peu d'entre eux impliquent un *token* répondant à la définition de valeur mobilière ou proposé par un intermédiaire en biens divers.

C'est pourquoi, et puisque l'opportunité se présente de pouvoir le faire, il convient de se demander s'il ne serait pas plus judicieux que toutes les ICOs disposent d'un cadre légal homogène indépendant de la nature juridique du jeton émis. Dans ce cas, ce régime s'inspirerait largement des réglementations actuelles et des idées énoncées pour l'encadrement des « biens divers 3 » (option 3). De plus, à l'heure où toutes les réflexions autour des ICOs n'ont pas abouti, un cadre nouveau dédié à ces opérations serait nécessairement plus simple à faire évoluer à mesure que la compréhension des enjeux et les impacts de cette réglementation inédite se feront plus précis.

Idéalement, cette réglementation unique ferait fi de toute qualification juridique du jeton et s'appliquerait à toute ICO. Dans la pratique, les modifications législatives et réglementaires qui en découleraient afin de réintégrer des objets juridiques existants dans ce nouveau régime, sur le critère qu'ils ont été émis au moyen d'un DEEP, pourraient être fastidieuses (par exemple, la possibilité de modifier le champ de Prospectus pour en exempter les valeurs mobilières émis via un DEEP). Dans ce cas, le régime harmonisé des ICOs s'appliquerait aux offres au public de jetons qui ne seraient pas qualifiés de valeurs mobilières, ou toute autre objet qui n'a pas pu être envisagé à ce stade.

La mise en place d'un régime homogène à toute ICO suppose néanmoins que le champ de compétences de l'AMF soit élargi à toutes ces opérations, i.e également celles portant sur un jeton non qualifié juridiquement.

Le tableau ci-dessous synthétise la réflexion menée sur la création d'un régime juridique dédié à toutes les ICOs.



**Tableau 2 : Synthèse de l'analyse des ICOs dans le cadre d'une nouvelle réglementation**

	ICO quelle que soit la nature juridique du jeton
Pré-requis pour l'établissement du nouveau régime des ICOs	Octroyer les compétences nécessaires à l'AMF
Critère d'exemption d'une offre au public à la réglementation existante et de rattachement au nouveau régime des ICOs	L'émission est réalisée au moyen d'un DEEP
Encadrement du « <i>white paper</i> »	Visa : autorisation de commercialisation par l'AMF Information en temps réel sur l'état des ICOs visées (site Internet de l'AMF)
Délai d'autorisation du « <i>white paper</i> »	A déterminer
Action de l'AMF en cas de non-conformité	Obligation pour l'émetteur d'afficher clairement qu'il n'a pas le visa de l'AMF  Mise en place d'une liste noire par l'AMF des ICOs n'ayant pas respectée cette obligation
Encadrement du marché secondaire	A déterminer : MIF ? MAR ? lorsque le jeton est une valeur mobilière

### 3.2.2. Propositions d'amendements législatifs et réglementaires

Bien qu'il ne s'agisse que de réflexions préliminaires, susceptibles d'être approfondies dans un cadre plus large, l'encadrement du dispositif pourrait être assuré de la manière suivante.

#### ❖ Au niveau législatif

Tout d'abord, le Titre V du livre V (les prestataires de services) du Code monétaire et financier devrait être renommé pour devenir « *Intermédiaires en biens divers **et émetteurs de jetons*** ».

Ensuite, les dispositions des articles L. 550-1 à L. 550-5 devraient être rassemblées dans un Chapitre premier intitulé « *Intermédiaires en biens divers* ». Dans le même temps serait créé un Chapitre 2 intitulé « *Émetteurs de jetons* ».

Ce Chapitre 2 pourrait être composé des trois articles suivants :

#### Code monétaire et financier – Article L. 550-6

« *Nonobstant les dispositions des articles L. 211-1 et L. 550-1 à 550-5, constitue un jeton tout droit émis dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant l'authentification de ces opérations, dans les conditions définies par décret en Conseil d'État.* »

L'objectif est ici de définir le jeton en évitant qu'il ne soit également capté par les règles applicables aux valeurs mobilières ou aux intermédiaires en biens divers.

#### Code monétaire et financier – Article L. 550-7

« Le règlement général de l'AMF détermine les conditions dans lesquelles les communications à caractère promotionnel portant sur des jetons :

- 1° Doivent être clairement identifiables en tant que telles ;
- 2° Présentent un contenu exact, clair et non trompeur ;
- 3° Comportent un avertissement indiquant notamment que l'acquisition de tels jetons fait courir le risque de perte de la totalité du capital ayant servi à cette acquisition.

## Code monétaire et financier – Article L. 550-8

« Le règlement général de l'AMF détermine les conditions dans lesquelles les porteurs de projet d'émission de jetons peuvent recevoir un visa de l'Autorité attestant que l'information minimale qui est mise à disposition des investisseurs a vu son exhaustivité contrôlée. »

### ❖ Au niveau réglementaire

Il s'agirait d'introduire dans le Règlement général, un article qui pourrait être rédigé ainsi :

#### RG AMF - Article 441-4 (nouveau)

« En vue d'obtenir le visa prévu à l'article L. 550-7 du Code monétaire et financier, les porteurs de projet doivent fournir à l'Autorité des marchés financiers un document contenant les informations suivantes :

- a. L'identité des porteurs du projet (personnes physiques ou morales) ; cela implique la fourniture d'une adresse physique ou électronique et d'un numéro de téléphone ;
- b. Pour les personnes physiques, un rapport sur l'aptitude à la gestion du projet et l'honorabilité peut être établi par un tiers agissant ès qualités ;
- c. Une description générale du projet avec son calendrier de mise en œuvre ;
- d. Une description des sources de financement du projet si l'émission de jetons n'est pas le seul mode de financement, et la hiérarchie des créanciers ;
- e. Le nombre de jetons proposés au public ;
- f. L'existence et les modalités de toutes les procédures de vente antérieures et postérieures, s'il existe plusieurs procédures (en particulier dans le cas d'une pré-vente) ;
- g. Les droits conférés par chaque jeton ;
- h. Les risques encourus par les acheteurs de jetons ;
- i. L'usage prévu des produits de la vente, en particulier au cas où le montant escompté ne serait pas atteint ou serait dépassé ;
- j. La juridiction compétente en cas de litige ;
- k. Les modalités précises de la collecte de ressources sous forme de clé d'une chaîne de blocs ou d'automate contractuel. Ces informations doivent permettre l'affichage en temps réel de l'automate contractuel ou de la chaîne de blocs sur le site de l'AMF ;
- l. Un engagement à ne pas utiliser de moyens informatiques permettant la dissimulation de l'identité, et à ne pas effectuer de versements à destination des pays considérés comme des juridictions non coopératives avec une liste de ces moyens et de ces juridictions ;
- m. Les cybermonnaies acceptées par l'émetteur ;
- n. Les mesures de cybersécurité prévues. »

## Questions ouvertes

---

Sans pouvoir toujours apporter une réponse, l'établissement d'une liste des points importants dont nous avons discuté peut s'avérer utile en vue des futurs travaux à mener sur le sujet des ICOs.

### 1. Lutte anti-blanchiment et financement du terrorisme

L'une des problématiques majeures à l'heure actuelle concerne le respect des obligations en matière de lutte anti-blanchiment et financement du terrorisme. Aujourd'hui, les émetteurs de jetons ne sont tenus d'aucune exigence en matière de lutte anti-blanchiment et financement du terrorisme.

Dans le but d'y remédier, deux options semblent se présenter :

- Capter les émetteurs de jetons via un DEEP dans le champ de la 4<sup>e</sup> directive anti-blanchiment, en vertu de l'article 4 qui fournit l'accroche législative nécessaire en prévoyant que « *le champ d'application de la présente directive soit étendu en totalité ou en partie aux professions et aux catégories d'entreprises, autres que les entités assujetties visées à l'article 2, paragraphe 1, qui exercent des activités particulièrement susceptibles d'être utilisées à des fins de blanchiment de capitaux ou de financement du terrorisme.* »

Cependant, la 4<sup>e</sup> directive relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme définit le financement du terrorisme comme « *le fait de fournir ou de réunir des **fonds**, par quelque moyen que ce soit, directement ou indirectement, dans l'intention de les voir utilisés ou en sachant qu'ils seront utilisés, en tout ou en partie, en vue de commettre l'une quelconque des infractions visées aux articles 1er à 4 de la décision-cadre 2002/475/JAI du Conseil* ». Or, puisque la cybermonnaie ne répond ni à la définition d'instrument de paiement, ni à celle de monnaie électronique, il ne s'agit donc pas de fonds. Cela pourrait-il limiter la possibilité d'inclure les ICOs dans le périmètre de la directive ?

- Imposer à l'émetteur de vérifier que ses souscripteurs ont opéré la conversion de leurs fonds en cybermonnaies pour acquérir les jetons proposés auprès de plateformes de change qui, elles, répondraient aux exigences en termes de lutte anti-blanchiment et financement du terrorisme.

Dans son communiqué de presse du 2 février 2016, la Commission européenne a proposé « *d'inclure les plateformes de change de monnaies virtuelles dans le champ d'application de la directive anti-blanchiment, de manière à ce que ces plateformes doivent appliquer des mesures de vigilance à l'égard de la clientèle lors de l'échange de monnaies virtuelles contre des monnaies réelles, ce qui mettra fin à l'anonymat associé à ce type d'échange [...]* ». Le 15 décembre 2017, un accord en ce sens a été trouvé au niveau de l'UE et doit encore être approuvé par les États membres.

L'idée ici, qui semble plus opérante, consiste à réguler les plateformes de change de cybermonnaies, dans l'attente que la 4<sup>e</sup> directive le fasse au niveau européen. Certaines le sont d'ailleurs déjà, à l'instar de La Maison du Bitcoin.

Ainsi, au cours de l'ICO, l'émetteur de jetons serait seulement tenu de vérifier auprès de chacun de ses souscripteurs que ceux-ci ont converti leurs espèces en cybermonnaies 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.

## 2. Le droit applicable

Préciser le cadre légal français des ICOs implique nécessairement de déterminer les conditions dans lesquelles celui-ci s'applique.

Aujourd'hui, peu de documents d'information (*white papers*) mentionnent le droit applicable dans le cadre de l'émission.

De plus, par essence, les ICOs sont des opérations ayant lieu dans un univers digital dépourvu de toute frontière. Les jetons sont émis et conservés dans une chaîne de blocs. La plupart du temps, le règlement de l'opération d'achat s'effectue en cybermonnaie et non dans une devise. Enfin, l'émission peut être menée par plusieurs porteurs de projet, potentiellement domiciliés dans des pays différents, quand ceux-ci sont identifiés ce qui n'est pas toujours le cas. Tout cela contrarie la possibilité d'impatrier logiquement les jetons dans une juridiction donnée, par exemple le pays de résidence des porteurs du projet. En revanche, la protection du consommateur revient évidemment aux autorités compétentes du pays de résidence des consommateurs.

Par conséquent, les questions suivantes se posent :

- Faut-il imposer la désignation d'une personne responsable dans le cadre de l'offre au public de jetons, contre laquelle le recours serait possible en cas de litiges (*a priori*, le porteur du projet qui est responsable du code) ?
- *A contrario*, faut-il impliquer l'ensemble des parties prenantes à l'émission ? Sur le fondement que ces opérations se passent d'intermédiaires ou de tout tiers de confiance. Dans les faits, ceux-ci peuvent être de nationalité différente.
- Peut-on qualifier le *smart contract* de « contrat » au sens de l'article 1101 du Code Civil<sup>7</sup>, et par conséquent pourrait-il être soumis aux dispositions de la Convention de Rome ?

## 3. Focus sur l'aspect technologique

La singularité des projets financés par les ICOs réside dans le fait qu'ils reposent sur les DLT. La problématique de la cybersécurité et de la cybercriminalité est donc d'autant plus prégnante pour ces opérations. Il s'agit donc d'un volet important sur lequel la réflexion doit être approfondie pour prévenir tout autant la défaillance involontaire du DEEP que les cyberattaques intentionnelles.

A ce sujet, plusieurs idées ont déjà émergé :

- Imposer la certification du code sous-jacent à la *Blockchain*, comme cela est proposé dans l'*ICO Charter*, pour garantir des standards minimum de sécurité et de résilience informatique.
- Se baser sur les initiatives existantes, par exemple les standards ECR-20<sup>8</sup>.

## 4. Comptabilité et fiscalité

Le traitement comptable et fiscal des opérations d'ICOs, tant côté émetteurs qu'investisseurs, doit être précisé. Il ressort des premières analyses qui ont pu être menées à ce stade, mais qui mériteraient d'être approfondies, les considérations énumérées ci-dessous :

---

<sup>7</sup> « Le contrat est une convention par laquelle une ou plusieurs personnes s'obligent, envers une ou plusieurs autres, à donner, à faire ou à ne pas faire quelque chose. »

<sup>8</sup> <https://github.com/ethereum/EIPs/blob/master/EIPS/eip-20-token-standard.md>

- Dans le cas où l'émetteur est une personne physique, l'émission de jetons lui procure un revenu imposable aux bénéficiaires industriels et commerciaux ou aux bénéficiaires non commerciaux.
- Dans le cas d'une société de fait, son obligation de reddition de comptes oblige à clarifier les aspects comptables :
  - Tout d'abord, il convient de préciser que les recettes perçues par la société des fondateurs peuvent être affectées à un organisme chargé de mener à bien le projet. En droit français, ce peut être notamment un véhicule *ad hoc*, fonds de dotation ou patrimoine d'affectation.
  - Pour une société de fait, l'émission de jetons financiers doit-elle être exclue ?
  - Les jetons de service doivent être qualifiés en chiffre d'affaires, et il faut provisionner les charges relatives à la production des services correspondants.
  - Enfin, on peut envisager de considérer les jetons communautaires comme des dons.
- Dans le cas d'une ICO opérée par une société, s'ajoute la possibilité d'émettre des jetons financiers. L'opération peut être assimilée à une opération de financement en devises étrangères. Un problème est de déterminer le taux de référence de ces devises étrangères : il existe toutefois des indices de référence (en particulier NYXBT pour le bitcoin).

Il convient enfin de préciser que la localisation d'une ICO en droit français ne commande pas le régime fiscal des parties prenantes qui peuvent être résidentes dans d'autres juridictions.

## Questions de l'AMF

---

### 3.4 ICOs et intermédiaires en biens divers

#### **Question 3.4.1 : Partagez-vous l'analyse de l'AMF (selon laquelle certaines ICOs pourraient relever du régime des intermédiaires en biens divers 1 ou 2) ?**

L'AMAFI et le LabEx ReFi partagent l'analyse de l'AMF selon laquelle les jetons émis lors des ICOs peuvent être qualifiés de valeurs mobilières ou proposés par des intermédiaires de biens divers ; toutefois la notion d'*intermédiaire* pour les émetteurs de l'ICO n'est pas toujours adaptée car il n'est pas toujours possible de distinguer le projet d'entreprise de l'émetteur des jetons.

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

L'analyse de l'AMF ne prend pas suffisamment en considération les situations dans lesquelles les émetteurs de jetons ne sont pas des sociétés constituées, soit que les porteurs du projet soient des personnes physiques (qui pourraient alors être qualifiés de *société de fait*), soit qu'ils confient le produit de la collecte à un véhicule comme une fondation.

Par ailleurs, et de façon complémentaire à la qualification juridique propre du jeton, des réflexions sur le traitement comptable et fiscal des ICOs doivent être menées, aussi bien du côté des porteurs de projet que des souscripteurs. En effet, l'existence d'options réglementaires clairement définies est un élément d'attractivité pour le développement des ICOs à Paris.

Enfin, lorsque le jeton est une valeur mobilière, les règles qui encadrent les marchés secondaires doivent être clarifiées (MIF 2, MAR).

### 4.1. Option 1 : Le statu quo réglementaire et la définition de bonnes pratiques

#### **Question 4.1.1 : En l'absence de mise en place d'une réglementation spécifique aux ICOs, seriez-vous favorable à une approche qui reposerait sur un socle commun de bonnes pratiques observées sur le marché ?**

L'AMAFI et la LabEx ReFi sont défavorables à la simple mise en place de bonnes pratiques, qui n'est pas de nature à susciter la confiance indispensable au développement de ces opérations, et considèrent que le *statu quo* réglementaire n'est pas souhaitable.

#### **Question 4.1.2 : Seriez-vous favorable à ce que les initiateurs d'ICOs se conforment aux principes et aux bonnes pratiques énoncés (cf. points a. à k.) ?**

**a. Rédiger et mettre à la disposition de tous les souscripteurs potentiels de tokens un document d'information relatif à l'offre (white paper) ; assurer le cas échéant l'actualisation du document ;**

**b. Identifier les acteurs de l'ICO, en désignant dans le document d'information relatif à l'offre (white paper) une personne physique ou morale responsable de l'offre et en fournissant de l'information sur les membres importants impliqués dans le projet et leurs compétences (fondateurs, développeurs, conseillers, etc.) ;**

**c. Cibler un profil type de souscripteurs auxquels s'adresse la levée de fonds en fonction des risques afférents à l'ICO ;**

**d. Informer, dans un document unique, de façon claire, exacte, non trompeuse en fournissant des éléments équilibrés sur :**

- le projet et son évolution : description du projet à financer, de son objectif le cas échéant industriel et commercial, du calendrier de sa mise en oeuvre, des montants minimaux et maximaux escomptés pour la levée de fonds, le nombre de jetons mis en vente au cours de l'ICO et si celui-ci a vocation à évoluer dans le temps et des modalités applicables en cas de sursouscription ou d'offre insuffisamment souscrite, les informations étant actualisées en cas de modifications affectant le projet ;

- les contreparties pour le souscripteur, les risques et inconvénients afférents : nature des droits conférés, traitement différencié des souscripteurs le cas échéant, modalités de valorisation, conditions de liquidité, existence ou non d'un marché secondaire, existence d'un programme de rachat en cas de non atteinte des seuils minimaux et maximaux escomptés pour la levée de fonds, risques de perte des sommes souscrites ;

- le traitement économique et comptable des fonds collectés par l'émetteur, en indiquant si une partie des fonds collectés sera utilisée pour rémunérer les porteurs du projet et en précisant clairement qui bénéficiera des gains, et en quelles proportions, si le projet est un succès, et qui subira les pertes et en quelles proportions en cas d'échec du projet ;

- les juridictions compétentes en cas de litiges ;

**e. S'organiser en mettant en place des moyens humains et techniques sécurisés, adaptés et proportionnés à l'opération de financement du projet et au succès qu'elle est susceptible de rencontrer ; en prévoyant des règles et des procédures permettant d'assurer une juste valorisation des tokens, de prévenir, gérer et divulguer les conflits d'intérêts des personnes en charge de l'émission ; de gérer les réclamations et d'assurer la robustesse et la sécurité des systèmes d'information employés dans le cadre de l'ICO ;**

**f. Agir de manière intègre en intervenant d'une manière honnête, équitable et professionnelle, qui serve au mieux les intérêts de l'ensemble des souscripteurs ;**

**g. Agir de manière vigilante en mettant en place des dispositifs rigoureux (notamment de connaissance client (Know Your Customer ou KYC) visant à identifier l'origine des fonds levés pour prévenir le blanchiment, à évaluer les risques de fraude, de blanchiment des capitaux et de financement du terrorisme et à déclarer ses soupçons aux autorités compétentes (notamment à la cellule Tracfin) ;**

**h. Conserver en mettant en place un système permettant d'assurer la traçabilité et l'archivage des transactions en phases de prévente et de vente de jetons, ainsi que la sauvegarde des droits des souscripteurs sur leurs tokens ;**

**i. Confirmer aux souscripteurs par un avis d'opéré ou équivalent, la bonne réception des fonds et la nature des droits obtenus ;**

**j. Bloquer, en phase de prévente et de vente de jetons, les fonds collectés dans un compte de séquestre, au moyen d'un contrat intelligent (« smart contract ») ou tout autre dispositif sécurisé, afin de préserver les droits des souscripteurs et de garantir la bonne allocation des fonds au projet prévu**

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

Les informations mentionnées ici sont généralement pertinentes et les investisseurs auraient intérêt à les connaître, mais la désignation de bonnes pratiques nous paraît insuffisante.

**Question 4.1.3 : Quelles autres bonnes pratiques estimez-vous nécessaires d'appliquer aux ICOs ?**

Le document d'émission pourrait en outre comporter les éléments supplémentaires suivants :

- L'existence et les modalités de toutes les procédures de vente antérieures et postérieures, s'il existe plusieurs procédures (en particulier dans le cas d'une pré-vente).
- La juridiction compétente en cas de litige.
- Un engagement à ne pas utiliser de moyens informatiques permettant la dissimulation de l'identité, et à ne pas effectuer de versements à destination des pays considérés comme des juridictions non coopératives avec une liste de ces moyens et de ces juridictions.
- Les mesures de cybersécurité prévues.
- L'usage prévu des produits de la vente.
- Les adresses publiques des portefeuilles permettant la collecte de fonds dans le cadre de l'OPJ.

**Question 4.1.4 : En ce qui concerne le bénéfice procuré par le jeton, faut-il encadrer ou limiter les types de droits pouvant être associés au jeton (droits politiques, droits financiers, accès à des services associés, droit de propriété, gouvernance, etc.) ?**

L'AMAFI et le LabEx ReFi y sont défavorables, et considèrent qu'à ce stade de la réflexion, il n'y a pas de raison de brider l'innovation en limitant les types de droits pouvant être associés au jeton.

**Question 4.1.5 : Faut-il promouvoir la limitation de la souscription de jetons à un type d'investisseurs ? Le cas échéant, quels types d'acheteurs devraient selon vous, ne pas être sollicités par ce type d'opération ?**

L'AMAFI et le LabEx ReFi ne considèrent pas cette mesure comme opérante. Cependant, la bonne information du public sur les risques afférents à ces opérations est primordiale. Une notice d'information standard les décrivant devrait donc être communiquée en sus du *white paper* afin de sensibiliser les consommateurs.

**Question 4.1.6 : En cas de réponse affirmative à la question 4.1.2 a. (Rédiger et mettre à la disposition de tous les souscripteurs potentiels de tokens un document d'information relatif à l'offre (white paper) ; assurer le cas échéant l'actualisation du document), estimez-vous que le document d'information (white paper) devrait être visé par une autorité, une association professionnelle ou autre institution de référence présente dans la juridiction où l'opération est organisée ?**

Pour l'AMAFI et le LabEx ReFi, l'AMF devrait être responsable de la délivrance du visa d'autorisation de l'ICO.

**Question 4.1.7 : En cas de réponse affirmative à la question 4.1.2 a., le document d'information (white paper) devrait-il faire l'objet d'une validation par un ou plusieurs experts indépendants ? Si oui, de quelle nature seraient ces experts ?**

Pour l'AMAFI et le LabEx ReFi, si l'AMF a la charge de vérifier la présence d'une information minimale préalable à l'offre de jetons, les informations contenues dans le document d'information (*white paper*) devrait être certifié par des experts indépendants disposant des compétences juridiques et techniques nécessaires à ces fins (expertise qui pourrait elle-même faire l'objet d'un visa de l'AMF afin de crédibiliser leur rôle) et qui n'auraient aucun conflit d'intérêts avec l'ICO.



**Question 4.1.8 : En cas de réponse affirmative à la question 4.1.2 a., estimez-vous utile de définir un contenu standard pour le document d'information (white paper) ?**

L'AMAFI et le LabEx ReFi sont favorables à la définition d'un contenu standard pour le document d'information (*white paper*), et émettent des propositions au paragraphe 2.1.2 de la partie Réglementation des ICOs.

**Question 4.1.9 : En cas de réponse affirmative à la question 4.1.2. b. (Identifier les acteurs de l'ICO, en désignant dans le document d'information relatif à l'offre (white paper) une personne physique ou morale responsable de l'offre et en fournissant de l'information sur les membres importants impliqués dans le projet et leurs compétences (fondateurs, développeurs, conseillers, etc.) ; quelles formes de sociétés devraient prendre, selon vous, les entreprises en amont d'une ICO qu'elles réalisent ? Ce rôle de supervision devrait-il être tenu par un superviseur public ? Ou pourrait-il être délégué à une entité privée, elle-même soumise au contrôle d'un superviseur public ? Ou plus généralement, est-ce que l'ensemble des intervenants au DLT devrait être des entités régulées ?**

L'AMAFI et le LabEx ReFi ne pensent pas qu'il faille limiter la forme juridique de l'émetteur mais plutôt qu'il convient de préciser le droit applicable aux offres de jetons, y compris en matière comptable et fiscale.

A cet égard, il est intéressant de d'envisager des innovations comme le lancement d'une ICO pour financer un patrimoine d'affectation, un fonds de dotation ou de nouvelles formes d'organisation pourraient être considérées, à l'instar des *Decentralized Autonomous Organizations* (DAO), ce pourquoi il ne semble pas opérant d'être restrictif à ce stade.

**Question 4.1.10 : La valeur initiale du token (prix du jeton unitaire) doit-elle uniquement être appréciée par l'émetteur ? Quelles règles devraient s'appliquer en matière d'évaluation financière du prix des jetons ?**

L'AMAFI et le LabEx ReFi estiment que la valorisation du jeton est uniquement du ressort de l'émetteur. Celui-ci est libre de publier la méthode utilisée pour la rendre crédible, et il pourrait être envisagé qu'elle fasse l'objet de l'avis externe d'un expert indépendant.

**Question 4.1.11 : En phase de prévente de jetons, peut-il être acceptable de prévoir la prévente de jetons à des prix préférentiels inférieurs au prix initial fixé pour une émission annoncée ? Si oui, une fourchette de prix en phase de prévente devrait-elle être prévue et annoncée ?**

L'AMAFI et le LabEx ReFi s'interrogent sur la pratique qui consiste, pour les porteurs du projet, à se réserver une rémunération disjointe du projet qui pourrait constituer un mauvais signal quant à la confiance qu'on accorde au projet, même si cette pratique a été très répandue en 2017. On peut espérer une maturation des ICOs qui aboutisse à ce que les porteurs de projet se rétribuent à travers le projet. Toutefois, multiplier les interdictions à un stade aussi précoce du phénomène ICO pourrait être impropre à assurer leur développement puisque cela est de nature à augmenter la complexité et l'incertitude.

**Question 4.1.12 : Faut-il privilégier la transparence des ICOs en période de prévente et de vente pour permettre aux investisseurs potentiels de connaître en temps réels les montants levés dans le cadre de l'ICO ?**

L'AMAFI et le LabEx ReFi proposent (*cf. supra* paragraphe 2.1.3 de la partie Réglementation des ICOs) que le visa de l'AMF corresponde à l'affichage en temps réel de la collecte.

**Question 4.1.13 : Les opérations d'ICOs peuvent être le vecteur de pratiques de blanchiment ou de financement du terrorisme. Quel dispositif de prévention du blanchiment et de financement du terrorisme devrait selon vous être mis en place ?**

**Quels types de diligences devraient mener les émetteurs de jetons auprès de leurs partenaires, et notamment des plateformes d'échanges de monnaies fiduciaires en actifs numériques ? L'intervention d'un tiers, notamment d'un prestataire de service d'investissement agréé, vous paraît-elle nécessaire ?**

L'AMAFI et le LabEx ReFi émettent des propositions à ce sujet au paragraphe 1 de la partie des Questions Ouvertes. Schématiquement, ce sont les plateformes d'échange de cybermonnaie qui mettent en œuvre, comme les autres intermédiaires financiers, les obligations LAB/FT. Nous préconisons que les émetteurs n'acceptent pas de jetons de cybermonnaies en provenance de plateformes non conformes.

**Question 4.1.14 : Faut-il promouvoir un type de modèle économique et comptable pour les fonds collectés lors des ICOs ?**

Plutôt qu'un type unique, l'AMAFI et le LabEx ReFi sont favorables à la définition de *profils réglementaires cohérents* du dépôt de visa à la reddition des comptes du premier exercice : il existe clairement un modèle où une société commerciale émet des jetons (qui peuvent être soit des instruments de financement, soit des éléments de chiffre d'affaires), mais il existe aussi un modèle où les porteurs du projet émettent des jetons qui seront ensuite offerts à un véhicule de type fondation/fonds de dotation. Il est important de préciser les conséquences comptables/fiscales de sommes libellées en cybermonnaies. On a vu également qu'il existait trois modèles économiques pour ces deux profils :

- Le modèle émission de jetons financiers / opération de financement (sociétés uniquement) ;
- Le modèle émission de jetons de service / chiffre d'affaires anticipé (sociétés ou porteurs de projets personnes physiques) ;
- Le modèle émission de jetons communautaires donnés à un véhicule (porteurs de projets + véhicule).

En revanche, il paraît peu opportun d'encourager le développement d'ICOs dont les seules parties prenantes soient des personnes physiques.

**Question 4.1.15 : Les fonds en crypto-monnaies collectés par l'émetteur de jetons doivent-ils faire l'objet de règles spécifiques (par exemple être placés dans un compte de séquestre matérialisé par un portefeuille électronique verrouillé par plusieurs signatures) ?**

L'AMAFI et le LabEx ReFi pensent qu'un *smart contract* opérant à partir d'un registre partagé paraît une solution technique adéquate.

**Question 4.1.16 : Quelles informations devraient recevoir le détenteur de jetons une fois la levée de fonds effectuée, et à quelle fréquence ?**

L'existence d'un DEEP doit permettre le développement par la communauté des utilisateurs d'instruments d'analyse en temps réel.

**Question 4.1.17 : Quelles informations devraient être remises aux détenteurs de jetons pour les informer quant au succès ou à l'échec du projet en cours ? Le cas échéant, pensez-vous utile de prévoir des informations relatives à l'existence de programmes de rachat de jetons ou encadrer les modalités, par exemple, de versement de fruits aux détenteurs de jetons ? Inversement, si l'ICO rencontre un succès supérieur à celui escompté, l'émetteur devrait-il prévoir un plafond au-delà duquel les fonds des investisseurs ne seront plus acceptés ?**

Les porteurs de projet devraient exposer aux souscripteurs les modalités de clôture de l'offre, en particulier en cas de sur-souscription ou de sous-souscription, dans le document d'émission. Leur mise en œuvre serait assurée par un *smart contrat* dont le code pourrait être certifié par un expert indépendant.

En cas de sur-souscription, il s'agit de s'interroger sur l'éventualité de rencontrer des problématiques proches de l'allocation primaire, et par conséquent sur la nécessité d'introduire des règles de transparence similaire à celles qui prévalent pour les instruments financiers.

**Question 4.1.18 : Pensez-vous utile de prévoir un avertissement sur les risques au regard de la nature non régulée des opérations d'ICO ?**

Comme mentionné à la question 4.1.5, une notice d'information standard pourrait être attachée à toute ICO afin de prévenir les souscripteurs potentiels de la nature de ces opérations et des risques afférents. Un avertissement bref sur la page web de l'AMF (« *toutes les ICOs font courir le risque de perte de la totalité du capital investi* ») est peut-être aussi efficace qu'un long texte qui ne sera pas lu.

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

**Question 4.2.1 : Seriez-vous favorable à l'adoption d'un encadrement des ICOs fondé sur la réglementation « prospectus » actuelle ou celle qui résultera de l'entrée en vigueur du nouveau Règlement prospectus ?**

L'AMAFI et le LabEX ReFi sont favorables à l'idée selon laquelle les ICOs portant sur des valeurs mobilières pourraient se voir appliquer le régime Prospectus. Il convient de remarquer à cet égard que l'évolution de la directive actuelle est fondée en partie par la difficulté de proportionner les obligations, et donc le coût du prospectus, aux montants obtenus par l'émission de titres. La révision en cours devrait tenir compte des ICOs si celles-ci continuent à rassembler des fonds.

**Question 4.2.2 : Une réglementation européenne « prospectus » est-elle souhaitable pour encadrer les ICOs ?**

Même si des travaux européens sur la réglementation des ICOs sont en cours, la France pourrait d'ores et déjà prévoir un régime propre qui serait adapté dans le cas d'une réaction européenne.

**Question 4.2.3 : Le passeport européen est-il utile pour ce type d'offres ?**

La perspective d'une réglementation européenne étant encore lointaine, l'AMAFI et le LabEx ReFi estiment que cette question ne pourra être clarifiée qu'au regard de la publication de la position de l'ESMA et de son adéquation avec les futures règles françaises.

**Question 4.2.4 : Quels aménagements devraient, le cas échéant, être apportés à cette réglementation pour l'adapter aux caractéristiques et aux risques spécifiques présentés par les ICOs ?**

L'AMAFI et le LabEx ReFi émettent des propositions à ce sujet au paragraphe 1.1 de la partie Réglementation des ICOs.

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

En l'état, les dispositions de Prospectus ne semblent pas compatibles avec les exigences de souplesse et de rapidité des ICOs, ce pourquoi l'AMAFI et le LabEx ReFi font les propositions présentées au paragraphe 1.1 de la partie Réglementation des ICOs.

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

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

L'AMAFI et le LabEx ReFi sont favorables à l'adoption d'une nouvelle réglementation encadrant spécifiquement les ICOs, mais qui diffère du régime actuel des biens divers 1 et 2. Un paragraphe ajouté au Code monétaire et financier de l'AMF permettrait de qualifier les jetons comme des « biens divers 3 » pour les actifs inscrits sur une DEEP. L'AMF est invitée à se référer au paragraphe 3 de la partie Réglementation des ICOs.

**Question 4.3.2 : Les garanties pour les investisseurs listées ci-dessus vous paraissent-elles adaptées et suffisantes ? D'autres garanties parmi celles figurant aux points 4 .1.1 à 4.1.18 supra seraient-elles nécessaires ?**

En fait de garanties, l'AMAFI et le LabEx ReFi proposent principalement d'offrir aux investisseurs une information pertinente, voir les propositions à ce sujet au paragraphe 2.1.2 de la partie Réglementation des ICOs.

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

L'AMAFI et le LabEx ReFi sont favorables à l'adoption d'une nouvelle réglementation encadrant spécifiquement les ICOs fondée sur un visa du régulateur. L'AMF est invitée à se référer au paragraphe 3.2 de la partie Réglementation des ICOs.

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

Sur le site de l'AMF, pourrait être affiché un avertissement générique indiquant que *toutes* les ICOs font courir le *risque de perte de la totalité du capital investi* et que celles qui sont présentées offrent seulement une information standardisée consultable en cliquant sur le lien correspondant à chaque ICO. L'AMF n'offre aucune garantie sur les projets en eux-mêmes.

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

L'AMAFI et le LabEx ReFi considèrent que la multiplication des statuts au regard de la réglementation n'est pas de nature à produire de la clarté. Aussi nous proposons que l'AMF offre une interface de visualisation unique pour tous les projets qui offriront une information satisfaisante, les autres n'existent pas plus pour le régulateur que les paris entre particuliers. D'autre part, l'AMF listerait les ICOs qui n'afficheraient pas qu'elles n'ont pas le visa de l'AMF

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

