

Réponse à consultation publique de l'AMF sur les ICOs »  
Décembre 2017

Madame, Monsieur,

Vous trouverez ci-après la réponse du Centre des Professions Financières et du Club des Marchés Financiers, suite à un groupe de travail réunissant une vingtaine de ses membres le 24 novembre 2017.

Le Centre des Professions Financières est une association, reconnue d'intérêt général dont la vocation est de « comprendre et faire comprendre les professions financières », au travers de conférences, débats et publications, organisés par ses clubs et groupes de travail notamment.

En espérant que cette réponse permettra de faire avancer la réglementation sur ce sujet, dans le respect de la protection des investisseurs, nous vous prions d'agréer l'expression de nos salutations distinguées.

Marie-Agnès Nicolet  
Membre du Conseil d'administration du Centre des Professions Financières  
Présidente du Club des Marchés Financiers

#### QUESTIONS § 3.4. : ANALYSE DE LA NATURE DES ICOS

##### - 3.4.1. Partagez-vous l'analyse de l'AMF selon laquelle les ICO devraient être systématiquement qualifiées d'activités d'intermédiaires en bien divers ?

Les tokens peuvent différer grandement d'un ICO à un autre. Ainsi, certains tokens pourraient être juridiquement qualifiés de titres financiers, dès lors qu'ils sont représentatifs de droit de créances ou qu'ils ouvrent droit à une quote-part indivise des fonds levés lors de l'ICO et de leur investissement.

Bien qu'à ce jour, ce modèle n'existe pas sur le marché, il paraît possible qu'à terme, des fonds levés par ICO obtiennent la qualification de FIA. En revanche, d'autres tokens sont assortis de droits très limités et entrent seulement dans la qualification de « biens divers ». Enfin, il paraît possible, dans certains cas, d'établir un parallèle entre les tokens et les appels à la générosité publique.

Dans ce contexte, il nous paraîtrait mieux adapté d'adopter une approche au cas par cas, selon les critères du Code Monétaire et Financier évoqués dans la consultation afin de définir si ces actifs doivent être qualifiés de titres financiers, de parts de FIA ou encore de biens divers.

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

L'analyse juridique des tokens devraient prendre en compte également

(i) l'intention du souscripteur, par exemple :

- a. l'existence d'une éventuelle intention libérale du souscripteur (notion de « souscription-don ») ou
- b. la recherche par celui-ci d'un profit ou d'une économie (notion de « souscription-investissement »)
- c. la recherche par l'utilisateur d'un droit d'accès ou d'usage (notion de « souscription-adhésion »)

(ii) l'usage effectif des tokens considérés, par exemple

- a. les tokens « mécénat », qui confèrent des droits similaires aux donateurs à une oeuvre (association, fondation, etc.)
- b. les tokens « equity », qui confèrent des droits financiers et, le cas échéant des droits de vote
- c. les tokens « d'usage », qui ouvrent droit d'accéder à une ressource mutualisée entre les souscripteurs

#### QUESTIONS § 4.1.1. : ANALYSE DE L'OPTION 1 – STATUS QUO RÉGLEMENTAIRE ET DÉFINITION DE BONNES PRATIQUES

##### - 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 ?

Un socle commun de bonnes pratiques observées sur le marché nous paraît souhaitable. Toutefois, si le respect de ce guide des bonnes pratiques est facultatif et ne fait l'objet d'aucune validation ou certification par l'autorité publique ou par un tiers de confiance mandaté à cette fin, ce dispositif risque d'être insuffisant.

- 4.1.2. Seriez-vous favorable à ce que les initiateurs d' ICOs se conforment aux principes et aux bonnes pratiques suivantes ?

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;

Ce point paraît indispensable.

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.) ;

Ce point paraît indispensable, notamment s'agissant de l'indication de l'identité et des coordonnées d'une personne physique ou morale responsable.

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

Ce point permettrait d'identifier l'intention du souscripteur (cf réponse à la question 3.4.1.). Il pourrait être complété par un exposé des droits et de l'usage qui pourra être fait des tokens, de manière à ce que l'information communiquée permette de qualifier juridiquement les tokens et l'ICO considérée.

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

- le projet et son évolution
- les contreparties pour le souscripteur, les risques et inconvénients afférents
- le traitement économique et comptable des fonds collectés par l'émetteur
- les juridictions compétentes en cas de litiges

Comme indiqué plus haut, l'usage des tokens et l'exposé des droits et risques des souscripteurs devraient impérativement figurer dans le document d'information, de manière à permettre la qualification juridique des tokens dans les différentes juridictions où ils sont souscrits. En particulier, il serait important de justifier la nécessité économique du token, son modèle d'appréciation et sa politique d'émission au fil du temps (algorithme de création de token le cas échéant).

**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 ;**

Ces aspects pourraient être intégrés au point a) ci-dessus. Dans la mesure où le contrôle du respect de ces « bonnes pratiques » par une autorité ayant effectivement les moyens d'obtenir la mise en conformité forcée de l'ICO, il paraît nécessaire de limiter les complexités liées à leur mise en œuvre afin d'obtenir l'adhésion spontanée du plus grand nombre d'émetteurs.

**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 ;**

Cette condition ne pourrait-elle être présumée ? Le droit interne français pose déjà les bases d'une protection

(i) des co-contractants :

Outre la faculté accordée aux justiciables d'invoquer les vices du consentement (erreur ou dol, prévus aux articles 1131 et suivants du code civil), le code civil prévoit expressément que « les contrats doivent être négociés, formés et exécutés de bonne foi » (article 1104 du Code Civil).

(ii) Des professionnels et des consommateurs :

La législation destinée à prévenir les clauses abusives dans les contrats conclus entre professionnels et consommateurs prévoit la possibilité d'annuler les clauses qui ont pour objet ou pour effet de créer, au détriment du consommateur, un déséquilibre significatif entre les droits et obligations des parties au contrat. (article L212-1 du Code de la Consommation).

Ces aspects ont été complétés par la notion de clauses dites « léonines », qui, dans un partenariat entre professionnels ou entre un professionnel et un consommateur, donnent des pouvoirs disproportionnés à l'un des associés par rapport à ses obligations ou entérinent une inégalité des pertes ou des profits d'une entreprise (ces clauses sont réputées nulles, sans préjudice de la validité du contrat).

**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) ;**

Ce dispositif paraît nécessaire. Toutefois, on peut s'interroger sur l'effectivité de tels engagements et les difficultés potentielles liées à leur mise en œuvre, notamment en cas d'émission depuis l'étranger et souscrite en ligne via une plate-forme web. Néanmoins, les contrôles minimaux d'identité (copie scannée du document d'identité) et la demande d'information sur les ressources et l'activité de l'investisseur devraient permettre de pister les anomalies les plus flagrantes qui seraient alors déclarées à la CRF du pays d'implantation principale de l'émetteur.

De la même façon, il apparaît important d'opérer les mêmes vérifications sur l'émetteur.

**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 ;

Les principes évoqués aux points h), i), j) paraissent effectivement incontournable. En pratique, ne sont-ils pas systématiquement respectés dès lors que l'ICO repose sur la technologie « Blockchain » ?

#### **K. contrôler au moyen de procédures permettant de vérifier que l'ICO se déroule en conformité avec les règles fixées**

Cette bonne pratique paraît nécessaire.

#### **Questions 4.2. Analyse de l'option 2 - Réglementation des ICOs dans le cadre juridique existant en matière de prospectus**

##### **- 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<sup>21</sup> ?**

Non, cette formule implique une procédure lourde de contrôle par les autorités publiques et risquerait de ne pas être respectée par une majorité ou encore d'entraîner la localisation d'une part importante des émetteurs hors de France.

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

Comme évoqué plus haut, une des problématiques posées par les ICOs est liée au caractère international des émissions réalisées via internet. A notre sens, plus le nombre d'Etats adoptant un même cadre juridique et fiscal pour les ICO sera élevé, plus ce cadre aura de chance d'être effectivement appliqué en pratique.

*En revanche, il nous paraît important d'avancer sur l'option 3.B décrite ci-dessous, au niveau national, sans attendre les décisions européennes tout en faisant parallèlement des propositions pour disposer d'un cadre normatif homogène au niveau européen.*

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

Si les ICOs devaient faire l'objet d'un cadre légal et/ou fiscal uniforme au niveau européen, il serait effectivement nécessaire de permettre la mise en place d'un système de visa unique valable dans l'ensemble des Etats membres de l'UE.

##### **- 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 ?**

La réglementation « prospectus » existante nous paraît incompatible avec les exigences de souplesse et de rapidité des ICOs. C'est la raison pour laquelle nous privilégions l'option 3.B.

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

Non.

### QUESTIONS § 4.3. ANALYSE DE L'OPTION 3 - L'ADOPTION D'UNE RÉGLEMENTATION NOUVELLE ADAPTÉE AUX ICOS

Option 3.A : un régime d'autorisation applicable à toutes les ICOs s'adressant au public en France

- 4.3.1 Êtes-vous favorable à l'adoption d'une nouvelle législation encadrant spécifiquement les ICOs inspirée de la réglementation de l'intermédiation en biens divers ?

La mise en place d'une législation spécifique aux ICO pourrait soulever des difficultés techniques. En effet, ces dispositions devraient s'intégrer dans le dispositif existant et demeurer suffisamment souples pour ne pas créer de distorsions de concurrence ou de rupture d'égalité devant la loi.

Par exemple, les ICOs dont les tokens pourraient revêtir la qualification de titres financiers ou de placement collectif devraient être soumises à des obligations équivalentes aux émissions « classiques ». De plus, outre son caractère potentiellement dissuasif, la mise en place d'une législation contraignante pose à nouveau la question de la détermination des autorités compétentes et de la capacité de cette autorité compétente à obtenir l'application effective de la réglementation (identification et sanction des contrevenants).

Dans ce contexte, nous ne sommes pas favorables à l'adoption d'un régime uniforme d'autorisation préalable obligatoire des ICO s'adressant au public en France.

- 4.3.2 Les garanties pour les investisseurs listées ci-dessous 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 ?

Rappel des garanties proposées :

- des garanties en termes d'information des investisseurs dans le cadre d'un document d'information présentant clairement le projet à financer ;
- une information sur les initiateurs de l'offre et les concepteurs du projet et l'exigence, le cas échéant, de la constitution d'une société commerciale pour porter le projet ;
- une information claire et équilibrée sur les risques de perte des sommes souscrites ;
- une description précise des contreparties pour le souscripteur (nature des droits conférés, modalités de valorisation, conditions de liquidité, existence ou non d'un marché secondaire, existence ou non d'une faculté de rachat) ;
- l'utilisation de la blockchain dans les conditions prévues par la loi et sécurisée ;
- un mécanisme de ségrégation ou de séquestre des fonds levés par l'initiateur de l'ICO ;
- le cas échéant, des assurances professionnelles, et/ou un engagement financier de l'émetteur sur le projet ;
- si possible, des garanties liées à la validité du projet qui pourraient par exemple être données sous forme d'attestation d'experts ou d'un système de notation de ces projets.

Garanties additionnelles suggérées :

- Une information claire et exploitable sur l'identité et les coordonnées d'une personne physique ou morale responsable du projet
- La mention du droit applicable et des juridictions compétentes en cas de litige
- Une description précise des risques, droits et obligations associées à la possession des tokens et l'usage qui peut en être fait par le souscripteur



- La mention de l'existence ou l'absence de processus de type « KYC » (« Know your customer ») au niveau de l'émetteur.
- La description du mécanisme d'émission de tokens dans la durée.

### Option 3.B : un régime d'autorisation optionnel

#### 4.3.3 Êtes-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 ?

Oui, ce régime paraît correspondre à la fois aux exigences de souplesse et de rapidité des ICO et aux impératifs de sécurisation des souscripteurs.

#### 4.3.4 Comment la mise en garde devrait-elle être formulée ?

La mise en garde pourrait être formulée comme suit :

« La présente émission portant sur des « tokens » implique le développement et l'utilisation de logiciels, technologies et « business models » expérimentaux et n'a été soumise à aucune autorisation ou approbation par les autorités publiques.

Le souscripteur est informé que, s'agissant d'instruments déréglementés, l'objectif poursuivi par l'émetteur pourrait ne pas se concrétiser ou atteindre les objectifs spécifiés dans les informations mises à disposition des souscripteurs.

La souscription de « tokens » présente un risque élevé pour tout souscripteur et requiert des connaissances techniques significatives et la capacité à comprendre le marché spécifique de chaque émission.

Il est recommandé à tout investisseur de conduire les audits nécessaires afin d'obtenir une compréhension complète du projet, de l'équipe qui en a la charge, du marché et des caractéristiques des tokens émis préalablement à toute souscription, étant entendu que ces souscriptions n'entraîneront pas nécessairement l'octroi de valeurs utilisables ou valorisables et pourrait se solder par la perte complète de votre investissement. »

#### 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 ?

Dès lors que, les garanties pour les investisseurs prévues par la loi devraient être différentes selon que l'émetteur souscrit au régime d'autorisation optionnel (auquel cas la protection légale pourrait s'appliquer de plein droit) ou ne souscrit pas au régime d'autorisation (auquel cas la protection légale ne s'appliquerait qu'en vertu des règles de droit commun).

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

La présente consultation appelle également de notre part les suggestions suivantes :

- Différencier les tokens par leur usage.
- Introduire une catégorie de tokens « mécénat », spécifique aux dons à des entités à but non lucratif et assortis d'un régime juridique simplifié et compatible avec les avantages fiscaux éventuellement liés aux dons.

**Même s'il nous paraît nécessaire d'avancer rapidement sur l'option 3.B afin notamment de mettre en garde les investisseurs potentiels dans le cas d'ICO n'ayant pas reçu d'approbation de l'AMF, il nous paraît important dans le même temps d'avancer dans la définition du statut juridique des tokens.**

Nous préconisons donc en parallèle d'initier une analyse économique et juridique plus globale sur les enjeux.

➤ D'un point de vue économique, les ICOs constituent :

- une forme d'innovation financière, profitant des avancées technologiques de ces dix dernières années et de la sur-réglementation des activités financières suivant la crise financière,
- une forme de dérogation aux principes du G20 recommandant de réguler les zones qui ne l'étaient pas.



- un moyen possible de contournement des dispositions en matière de lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme (LCB-FT) existantes ;
- une zone de désintermédiation en créant des moyens de financement totalement désintermédiés des établissements financiers paraissant échapper notamment aux dispositions relatives au placement, à la commercialisation,
- un « phénomène mondial », comme souligné dans le document de consultation en page 3, soulevant des questions de localisation permettant de déterminer le pays d'émission ou son caractère apatride et qui devrait faire l'objet d'un traitement plus global également pour mettre en place une nouvelle forme de régulation adaptée.

- D'un point de vue juridique, il serait véritablement utile d'analyser la nature juridique des jetons ou tokens et de leur émetteur pour permettre d'appréhender le régime existant ou pas à appliquer. De fait, la consultation s'intéresse à l'émission d'ICOs sans expliciter la nature des droits qui y sont associés qualifiant les jetons émis à la fois « d'intérêt », ou « valeur » « attaché à l'émetteur » et sans tirer les conséquences juridiques des modalités de « Vente des jetons » à savoir: « **Les jetons sont émis de manière automatisée en contrepartie d'un virement par l'investisseur dans la monnaie demandée.** » ; modalité néanmoins très proche de celle de l'article L315-2 du code monétaire et financier lequel précise que « chacune des unités de monnaie électronique est émise sans délai contre la remise de fonds ».

A défaut de position harmonisée dans les Etats en ce domaine nouveau, différentes positions ont d'ores et déjà été prises parmi lesquelles :

L'ACPR dans sa position 2014-P-01 avait précisé que la réception de fonds par l'acheteur de monnaie virtuelle pour les transférer à un vendeur relève de la fourniture de service de paiement. «

**« Dans le cadre d'une opération d'achat/vente de Bitcoins contre une monnaie ayant cours légal, l'activité d'intermédiation consistant à recevoir des fonds de l'acheteur de Bitcoins pour les transférer au vendeur de Bitcoins relève de la fourniture de services de paiement.**

**Exercer cette activité à titre habituel en France implique de disposer d'un agrément de prestataire de services de paiement (établissement de crédit, établissement de monnaie électronique ou établissement de paiement) délivré par l'ACPR. »**

- L'analogie entre les jetons et la monnaie électronique définie à l'article L315-1 du code monétaire et financier reposant sur les critères de valeurs monétaires, stockée électroniquement, par émission contre remise de fonds, acceptée par une personne autre que l'émetteur est satisfaite dans la phase d'achat des jetons, perd son caractère monétaire après transformation en jeton.
- Le CME est sur le point d'accepter un contrat de future indexé sur une monnaie virtuelle.

L'EBA relevait dès juillet 2014 ( EBA/Op/2014/08 – « EBA opinion on virtual currencies »), le caractère hétérogène des monnaies virtuelles émises, expliquant probablement les prises de positions hétérogènes entre les Etats variant selon les cas entre monnaie et instruments financiers au regard des situations observées.

En conséquence, il semble que l'appréhension des ICOs et de la nature des émissions nécessiterait une étude juridique et réglementaire pour organiser une régulation appropriée en vue de la protection de l'épargne initialement investie.