

**CFA Society France**  
37 rue des Mathurins  
75008 Paris

**Autorité des Marchés Financiers**  
17 Place de la Bourse  
75002 Paris  
[directiondelacommunication@amf-france.org](mailto:directiondelacommunication@amf-france.org)

Le mercredi 10 janvier 2017

## **REPONSE A LA CONSULTATION PUBLIQUE de l'AMF sur les Initial Coin Offerings (ICOs)**

L'association [CFA Society France](#) remercie l'AMF de l'opportunité de répondre à sa consultation sur les Initial Coin Offerings (ICOs).

CFA Society France est une association de droit français représentant localement le [CFA Institute](#)<sup>1</sup>, dont la mission est d'être la référence pour les professionnels de l'investissement dans le monde, en établissant des Normes (« Standards ») élevées en matière d'éthique, de formation, et d'excellence professionnelle. Le CFA Institute représente l'opinion de professionnels de l'investissement auprès des régulateurs, des associations professionnelles et des législateurs au niveau mondial, sur les problématiques d'analyse financière, de gestion d'actifs, de formation, d'efficacité et d'intégrité des marchés de capitaux.

CFA Society France représente plus de 1 000 professionnels de l'investissement en France.

Cette réponse a été élaborée par le comité « Advocacy » (suivi de la réglementation et des enjeux de place) de CFA Society France et ne représente pas la position du CFA Institute.

L'AMF étant le premier régulateur à lancer une consultation publique en Europe, CFA Society France suit avec un intérêt particulier le sujet des ICOs et correspond avec CFA Institute et les autres 'CFA societies' européennes.

---

<sup>1</sup> Le [CFA Institute](#) est une association mondiale à but non lucratif, regroupant plus de 142 000 analystes financiers, gérants de portefeuille, et autres professionnels de l'investissement présents dans plus de 159 pays ; près de 220 000 candidates se présentent annuellement aux examens de la qualification de Chartered Financial Analyst®. Les membres du CFA Institute sont représentés par 147 associations locales (« member societies », dont [CFA Society France](#)).

## **Synthèse de la position de CFA Society France concernant les ICOs**

CFA Society France est attentive aux nouvelles sources de financement des entreprises. Ces nouvelles pratiques, telles que le financement participatif, lorsqu'elles sont proprement encadrées, constituent une diversification des sources de financement bienvenue pour les entreprises de petite taille. De même CFA Society France suit avec intérêt le développement de nouvelles technologies telles que la blockchain qui présente un intérêt évident pour représenter et transmettre des instruments financiers de toute nature.

Dans cette optique, l'émergence des ICOs nous paraît constituer un nouveau mode de financement potentiellement intéressant pour les entreprises en s'appuyant sur la technologie blockchain pour émettre des instruments financiers d'un nouveau type. Pour autant, la forme que prennent actuellement ces opérations, la volonté évidente de la majorité de ses promoteurs de se soustraire à la supervision des autorités financières, la publicité croissante autour de ces levées de fonds, et l'impératif de protection des investisseurs plaident pour une clarification des règles applicables et un véritable encadrement de ces opérations.

CFA Society France considère que les ICOs sont bien des opérations de financement et que les tokens émis lors de ces opérations ont les caractéristiques d'un instrument financier, à défaut de répondre aux définitions juridiques existantes, et devraient donc être encadrés comme tel; l'existence d'un marché secondaire nous semble être à ce titre un élément majeur et devrait aussi faire l'objet d'un encadrement favorisant la protection des investisseurs. Enfin, nous considérons que le caractère transfrontalier des ICOs plaide pour une réponse coordonnée des diverses autorités compétentes, a minima à l'échelle de l'**Union Européenne**.

C'est pourquoi nous pensons que la protection des investisseurs sera la mieux assurée sur la base d'une **évolution du cadre juridique existant en matière de prospectus (option 2)**, ou sur la base d'un cadre similaire au financement participatif dans le cadre d'exemptions définies dans la réglementation prospectus. Outre une protection optimale des investisseurs, cette option permet de se situer résolument dans un cadre européen. Vu la spécificité des tokens, des projets à financer et des modalités d'émission et de gestion des tokens (smart contracts, marché secondaire), des aménagements significatifs seraient sans doute nécessaires. Cela afin de permettre un traitement spécifique de ce nouveau type de levées des fonds qui s'inscrivent néanmoins dans le cadre général d'une opération de financement basée sur une émission d'instruments financiers comportant un document d'information à destination des investisseurs et pouvant faire l'objet d'une large publicité.

Cependant, notre compréhension des compétences de l'AMF et du fonctionnement législatif de l'Union européenne nous laisse penser qu'une telle option prendrait un temps certain à être mise en place alors que le développement spectaculaire du phénomène des ICOs plaide pour une réponse rapide.

A cet égard, **l'option 3A nous paraît intéressante si elle permet :**

- de mettre en place plus rapidement un cadre protecteur pour les investisseurs, l'AMF procédant à l'instruction des demandes et délivrant un numéro d'enregistrement ou un visa attestant que des garanties suffisantes ont bien été apportées par les initiateurs de l'offre
- de préparer les travaux nécessaires à la mise en œuvre de l'option 2 telle que nous l'envisageons.

**Un régime d'autorisation préalable spécifique** devrait toutefois être accompagné d'une mise en garde afin de bien spécifier aux investisseurs potentiels que l'autorisation ne vaut en aucun cas validation financière et opérationnelle de l'ICO, ce que pourrait être tenté de faire par un raccourci hâtif un

émetteur peu scrupuleux.

En tout état de cause, si le phénomène continue à prendre de l'ampleur (cf. plus bas les doutes possibles sur la pérennité du phénomène) il serait judicieux d'imposer également et dès à présent aux ICOs s'adressant au public français une mise en garde de l'AMF sur les risques élevés de perte totale du capital investi lors de telles opérations. Si l'AMF n'est pas compétente en l'état des textes, une intervention de la DGCCRF<sup>2</sup> (ou autre autorité compétente) dans le même sens serait la bienvenue.

---

### **Caractéristiques des ICOs selon CFA Society France**

Nous nous focalisons ici sur les tokens donnant des droits d'usage sur les futurs produits ou services visant à être développés via l'ICO. Des tokens assimilables à des titres classiques devraient être réglementés comme tels.

CFA Society France reconnaît la difficulté de définir la nature juridique des tokens émis lors d'ICOs et le fait qu'en l'état ils ne semblent pas correspondre à des instruments financiers tels que définis par le code monétaire et financier. **La possibilité d'utiliser la réglementation sur les intermédiaires en biens divers nous paraît intéressante** car elle permet à l'AMF d'asseoir sa compétence et sa légitimité pour intervenir au plus tôt dans l'encadrement des ICOs. Cependant, en première analyse, cette réglementation concerne des intermédiaires alors que le propre d'une ICO est de permettre à une entreprise<sup>3</sup> d'émettre directement des tokens (ces derniers ne préexistant évidemment pas à l'ICO). Nous considérons l'approche américaine consistant à s'intéresser avant tout à la réalité économique et financière des instruments plutôt qu'à leur dénomination comme très pragmatique et utile. La définition très large d'« investment contract »<sup>4</sup> semble à cet égard donner une grande latitude d'action à la SEC.

C'est pourquoi nous pensons qu'à ce stade, une **analyse économique et financière** des ICOs est un complément indispensable à toute analyse strictement juridique.

Nous remarquons premièrement que les ICOs sont de véritables levées de fonds théoriquement destinées à financer le développement d'entreprises porteuses de projets présentés dans des « white papers ». Ce sont donc bien des **opérations relevant du financement et non pas de simple vente** de produits ou services (ou de droit d'usage de ces produits ou services) quand bien même ces derniers sont censés être disponibles au terme de leur développement. Les acheteurs de tokens sont bien des investisseurs et non des consommateurs puisqu'ils risquent de perdre la totalité de leur mise sans aucune garantie que le projet à financer voit le jour et a priori sans aucun recours possible contre les porteurs du projet qui ne semblent engagés par aucune responsabilité.

Quelques soient les montages imaginés pour soustraire ces opérations au droit financier, il s'agit bien de levées de capitaux, avec appel public à l'épargne, destinés au financement de projets. On notera aussi qu'il s'agit d'investissements extrêmement risqués car les projets présentés sont à un stade de développement très peu avancé et portés la plupart du temps par des structures jeunes créées pour

---

<sup>2</sup> Les opérations actuelles étant souvent « habillées » comme des ventes de services soumis à des conditions générales de vente pour le moins léonines...

<sup>3</sup> Nous utilisons ce terme de manière générique, nous restons conscients des cas mentionnés par le texte de la consultation publique où les porteurs de projet n'ont pas donné de forme juridique à leur entreprise, mais considérons qu'une telle absence pourrait être facilement requalifiée de fait.

<sup>4</sup> <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf> (voir notamment page 11)

l'occasion et donc sans historique. Les projets et les entreprises les portant n'ont pas non plus été évalués par des professionnels comme c'est le cas lors d'opérations traditionnelles de capital risque ou de levée via une plateforme de financement participatif. Le taux de succès de telles entreprises est donc extrêmement faible sans que les investisseurs en aient sans doute conscience.

Les ICOs pouvant être assimilées à des levées de fonds, les tokens émis s'apparentent d'autant plus à des instruments financiers, qu'ils peuvent être échangés sur des marchés secondaires, bien évidemment non réglementés et propices à toutes sortes de manipulation de marché. C'est là à notre sens une caractéristique majeure des ICOs et des tokens émis. Sans cette liquidité, ces opérations s'apparenteraient à du financement participatif de type Kickstarter. La motivation de nombre d'investisseurs semble être essentiellement financières (espérance de gain liée l'appréciation de la valeur des tokens émis) et non liée à l'usage futur des tokens émis. Cela est possible grâce à l'existence de marchés secondaires permettant l'échange de ces tokens contre des cryptomonnaies de type bitcoin. Les volumes échangés sur les tokens les plus liquides montrent que l'activité de ces marchés est importante (pour autant que les chiffres mis en avant par les plateformes soient fiables) tout comme la volatilité des cours. Il semble donc que le mécanisme de base de la plupart des ICOs consiste à produire un effet de rareté alimentée par une campagne de communication efficace permettant le placement des tokens le plus rapidement possible afin de susciter un intérêt à l'achat sur le marché secondaire dès la fin de l'ICO.

Le fait que les tokens doivent être considérés comme des instruments financiers est renforcé par la structure des white papers qui présentent souvent des perspectives de développement, voire des projections financières. Ces documents ont beau expressément mentionner qu'ils ne constituent pas une offre d'instruments financiers, ils en présentent toutes les caractéristiques sans en offrir aucune des garanties traditionnelles. Les tokens sont souvent présentés comme des droits d'usage permettant d'utiliser les futurs services, mais il est parfois indiqué en toutes lettres que leur valeur pourrait être nulle en cas d'échec du projet. Les futurs services offerts sont souvent décrits sans grande précision (ce qui n'est pas surprenant au vu du peu de maturité des projets présentés), renforçant la conviction que c'est avant tout le caractère d'investissement qui prévaut sur celui d'usage futur. Les acheteurs sont soumis à des conditions générales de vente ne leur offrant aucune garantie. Le problème classique que pose les ICOs est celui d'une asymétrie d'information massive en faveur de l'émetteur. Le principe même d'une ICO reposant sur une émission directe de tokens sans intermédiaire, les acheteurs/investisseurs se retrouvent face à un document d'information n'ayant été revu et validé par un tiers (plateforme de financement participatif, intermédiaire engageant sa crédibilité) qui permettrait de réduire un peu cette asymétrie.

Un dernier argument en faveur de l'assimilation des tokens à des instruments financiers consiste en la gestion de la masse « monétaire » des tokens suivant leur émission. L'émetteur conserve en général une partie des tokens émis et peut donc influencer de manière discrétionnaire le nombre de tokens en circulation, et donc leur prix. Les fonds levés lui permettent en outre d'intervenir sur le marché secondaire afin de soutenir le cours de son token si besoin (via des opérations de rachat). Au-delà de cette gestion de la masse des tokens en circulation précédant la mise à disposition des services développés grâce à l'ICO, sa gestion une fois ces services opérationnels soulève de nombreuses questions. Si le cours du token est très élevé, les détenteurs de tokens ne seront pas incités à les utiliser pour accéder aux services proposés réduisant leur utilité intrinsèque et renforçant leur caractère d'instrument financier. A contrario si le cours est trop bas, l'émetteur devra gérer un afflux de tokens dévalorisés qu'il aura donc le plus grand mal à revendre pour financer son fonctionnement. L'idée d'une entreprise émettant sa propre monnaie prenant la forme de tokens, pour séduisante qu'elle

soit, se heurte en pratique à des problématiques de type gestion de masse monétaire pour le moins complexes à résoudre. Ces considérations essentielles sont le plus souvent absentes du contenu des white papers indiquant une attention toute entière portée sur la levée de fonds et la liquidité sur un marché secondaire et très peu sur la gestion future des tokens une fois les services promis disponibles.

Nous observons aussi que le phénomène des ICOs est encore très récent et sans doute amené à évoluer. Si un effort d'encadrement rapide nous paraît nécessaire dans une optique de protection des investisseurs, il paraît indispensable de prévoir un encadrement suffisamment large pour avoir le plus de chance de s'appliquer aux nouvelles pratiques qui ne manqueront pas de se développer. Nous notons d'autre part un certain essoufflement des ICOs ces dernières semaines sans pouvoir évidemment juger de son caractère conjoncturel ou non. Ce ralentissement pourrait néanmoins continuer. D'une part parce que le nombre de projets voués à l'échec (voir plus haut) ne devrait pas manquer de rendre les investisseurs plus rationnels et plus prudents. D'autre part un certain nombre d'observateurs ont pointé que l'engouement des ICOs pourrait être en grande partie liée à des stratégies d'investissement de détenteurs de cryptomonnaies plus intéressés par une diversification de leurs avoirs et des espérances de gain à court terme que par les projets eux-mêmes<sup>5</sup>.

Enfin, nous remarquons qu'en l'état actuel les ICOs, notamment du fait du biais des investisseurs semblant plus intéressés par une revente rapide sur un marché secondaire qu'à une évaluation rationnelle des projets à financer, ne semblent pas constituer un mécanisme d'allocation du capital efficient. Pour rappel (et à titre d'illustration de la nature souvent purement spéculative des pratiques actuelles), le white paper du projet Tezos donnait des indications des développements possibles selon les fonds levés et prévoyait dans le meilleur des cas une levée de 20 millions de dollars. Ce sont finalement 232 millions qui ont été levés à l'époque (sans doute beaucoup plus aujourd'hui au vu des cours actuels du bitcoin). Nous ne revenons pas sur la structuration de l'opération via une fondation suisse et sur les disputes juridiques actuelles en cours.

Il nous semble important que les ICOs puissent être encadrés aussi dans cette optique de bonne allocation du capital.

---

## Réponse aux questions de la consultation (nos réponses en bleu)

### 3.4. ICOs et intermédiaires en biens divers

#### 3.4.1. Partagez-vous cette analyse ?

Comme indiqué plus haut nous partageons cette analyse qui permet à l'AMF d'intervenir au plus tôt afin d'encadrer les pratiques actuelles et protéger les investisseurs. Nous pensons néanmoins qu'à terme il serait sans doute intéressant de pouvoir encadrer les ICOs en tant qu'opérations de levée de fonds via une évolution du cadre existant en matière de prospectus (voir page 2 paragraphe 3).

#### 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 ?

Un point majeur concernant les tokens est l'existence d'un marché secondaire leur donnant un caractère liquide et renforçant leur caractère d'instrument financier.

---

<sup>5</sup> <https://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2017/07/06/initial-coin-offerings-what-happens-when-a-bubble-cannot-expand/>

#### **4.1. Option 1 : le statu quo réglementaire et la 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 ?**

Non, nous ne sommes pas favorables à une approche qui reposerait sur un socle commun de bonnes pratiques. Cette approche nous paraît insuffisante pour assurer une protection adéquate des investisseurs, notamment au regard des risques mentionnés dans le texte de la consultation.

#### **4.2. Option 2 : la 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?**

Nous sommes favorables à terme à un tel encadrement du fait de notre analyse assimilant les tokens émis lors d'ICOs à des instruments financiers et les ICOs à des appels publics à l'épargne.

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

Le caractère transfrontalier plaide évidemment pour une approche commune européenne.

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

Etant donné la taille potentielle de ces opérations et leur caractère transfrontalier, le passeport européen semble utile pour ce type d'offres.

##### **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 ?**

Les aménagements devraient prendre en compte le fait que les ICOs sont souvent le fait de très jeunes entreprises sans historique, recourant parfois à des procédés technologiques sophistiqués pour gérer l'émission et les tokens émis par la suite (smart contract gérant la levée de fonds, voire certaines modalités post ICO) et que les tokens sont la plupart du temps quasi immédiatement liquides via des marchés secondaires non réglementés. D'une manière plus générale, se reporter à notre réponse à la question 4.3.2.

L'absence d'intermédiaires financiers réglementés (banques, prestataires de services d'investissement, ...), qui peut également être perçue comme une avancée technologique, constitue également une différence importante par rapport aux opérations financières traditionnelles, objet de la réglementation actuelle.

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

L'existence d'exemptions dans la réglementation permet de répondre à des besoins de souplesse et rapidité.

#### **4.3. 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 Etes-vous favorable à l'adoption d'une nouvelle législation encadrant spécifiquement les ICOs inspirée de la réglementation de l'intermédiation en biens divers ?**

Nous sommes favorables à une nouvelle législation spécifique dans la mesure où elle permet d'assurer une meilleure protection des investisseurs dans l'attente d'une évolution de la réglementation prospectus et dans la mesure où elle participe à une telle évolution.

Nous serions plutôt favorables à une revue de la définition existante des instruments financiers permettant d'inclure les tokens. Pour rappel, les ICOs sont des émissions totalement désintermédiées conduites par l'émetteur, le recours à notion d'intermédiation de bien divers ne nous semble donc pas parfaitement couvrir la nature de ces opérations.

**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 ?**

Les garanties listées nous paraissent constituer un socle minimum.

Afin de compléter notre réponse à cette question, nous reprenons les questions 4.1.2 à 4.1.18.

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

Nous sommes globalement favorables aux dispositions mentionnées dans les points 'a' à 'k' ci-dessous.

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 ;

Oui. Voir également notre réponse à la question 4.1.8.

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.) ;

Oui. Voir également notre réponse à la question 4.1.9 sur les formes de sociétés.

Compte tenu des spécificités des ICOs, notamment la levée de fond à un stade très en amont du projet, l'identité, le profil et l'expérience des personnes physiques à l'origine de l'opération doivent être précisés dans le document d'information.

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

Oui. Voir également notre réponse à la question 4.1.5.

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 œuvre, 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 ;

Oui. Voir également notre réponse à la question 4.1.9 et 4.1.10 (valorisation, conflits d'intérêt) ; 4.1.13



et 4.1.15 (robustesse et sécurité des SI).

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 ;

La question de la valorisation des tokens nous paraît particulièrement importante d'autant plus qu'elle semble être complètement absente des pratiques actuelles (sans doute pour ne pas risquer que les tokens émis soient qualifiés d'instruments financiers).

Il serait sans doute aussi utile de prévoir la publication du smart contract ou de tout autre code censé gérer le processus d'émission avant l'ICO afin de s'assurer de sa robustesse.

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 ;

Cela paraît effectivement être le minimum. Il paraît difficile d'imaginer une quelconque négation de cette assertion.

Nous rappelons à ce propos que tous les membres du CFA Institute et de CFA Society France signent le code d'Éthique qui oblige notamment à « agir avec intégrité, compétence, diligence, respect et d'une manière éthique envers le public, leurs clients et prospects, leurs employeurs, leurs employés, leurs collaborateurs et les autres intervenants sur les marchés financiers mondiaux »

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 point nous semble essentiel au vu des critiques très certainement fondées relatives à des pratiques illégales dans le cadre d'ICOs. Le relatif anonymat des détenteurs de cryptomonnaies ne peut constituer une excuse à l'absence de contrôle lors ICOs.

Voir également notre réponse à la question 4.1.13

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 ;

Etant donné les manipulations possibles lors de ces phases (possibilité de donner l'impression d'un intérêt à l'achat plus important que réel), l'ensemble des ordres relatifs à la phase de souscription devrait être conservé pour faciliter toute investigation relative à d'éventuelles manipulations de marché.

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

Oui.

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 ; L'utilisation d'un compte de séquestre nous semble être importante notamment lorsqu'un plancher



est fixé dans le cadre de l'opération. L'idée d'utiliser un compte de séquestre pour contrôler la bonne allocation des fonds au projet prévu nous paraît très intéressante mais complexe à mettre en œuvre. Enfin, la gestion et le contrôle du compte de séquestre devrait sans doute être expliquée dans le document d'information.

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

Si les règles ne sont pas contenues dans le smart contract (dûment contrôlé, cf question e.) gérant l'ICO, de telles procédures seraient effectivement utiles.

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

Comme indiqué lors de notre introduction, nous pensons que, au vu de la nature extrêmement risquée de ces opérations, le document d'information devrait comporter sur sa page de garde une mise en garde explicite de l'AMF sur le fait que l'agrément ne vaut pas validation et sur les risques élevés de perte total du capital investi.

Nous pensons qu'il serait souhaitable que porteurs de projet puissent s'engager et mettent en jeu leur responsabilité.

L'existence d'un planning détaillé décrivant les principales étapes de réalisation du projet nous semble important.

Enfin, l'encadrement du marché secondaire nous paraît essentiel pour encadrer efficacement les ICOs.

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.) ?

Le type de droits ne devrait pas être encadré pour pouvoir répondre aux évolutions des ICOs. Cela étant comme indiqué plus haut les tokens peuvent soit être utilisés pour matérialiser des titres « classiques » et sont alors soumis à la réglementation idoine, soit matérialiser des formes nouvelles (royalties, droits d'usage des services à développer...) et dans ce cas une évolution de la réglementation serait nécessaire pour couvrir ces cas.

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 ?

Etant donné le niveau de risque extrêmement élevé de ces opérations, il pourrait être utile de restreindre les investisseurs sollicités en se basant sur leur compréhension des projets et des risques encourus, ainsi que sur leur capacité financière à supporter les risques élevés de perte totale du capital investi.

Que l'investissement se fasse directement ou via un conseiller financier, l'essentiel est que l'investisseur comprenne bien qu'il agit ici comme un business angel avec une possibilité très élevée de perte totale du capital investi.

4.1.6. En cas de réponse affirmative à la question 4.1.2 a., 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 ?

Le document devrait être visé par l'AMF.

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 ?

Nous sommes très partagés sur ce point et à ce stade une validation par des experts nous semblent apporter autant d'avantages que d'inconvénients.

Le recours à des tiers extérieurs (experts financiers, juridiques, technologiques... ou bien plateforme de type crowdfunding effectuant une sélection des dossiers présentés à sa communauté d'investisseurs) ayant réalisé un minimum de « due diligence » sur le sérieux du projet et mettant en jeu leur réputation pourrait permettre de faire émerger les projets les plus solides. Evidemment il serait nécessaire dans le document d'informer les investisseurs sur la rémunération et les conflits d'intérêts potentiels de ces experts.

D'un autre côté, nous craignons que le recours à des experts soit perçu par les investisseurs comme un facteur de réassurance leur donnant une impression de sécurité au risque d'occulter le caractère hautement risqué de ce type d'investissement. Les conflits d'intérêts potentiels semblent difficilement gérables notamment de la part d'« experts » qui ne seraient soumis à aucune réglementation spécifique. La rémunération des experts en tokens alors même que ces instruments présentent un caractère extrêmement spéculatif nous semble aussi problématique et risque de diminuer la prudence attendue (risque de réputation) des experts.

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) ?

Oui, un contenu standard serait utile ; les points mentionnés au 4.3. (option 3 page 15) et 4.1.2 b. à 4.1.2 j pourraient être développés afin d'établir des contenus minimaux ou standards dans l'intérêt des investisseurs

4.1.9. En cas de réponse affirmative à la question 4.1.2. b., quelles formes de sociétés devraient prendre, selon vous, les entreprises en amont d'une ICO qu'elles réalisent ?

Un alignement sur la réglementation concernant les levées de fonds du financement participatif (crowdequity) nous paraît adéquat (SA ou SAS).

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 ?

Voir à ce sujet notre réponse à la question 4.1.7.

En tout état de cause la réglementation doit encourager – ou obliger – à documenter la valorisation de l'opération.

La méthode d'évaluation doit être explicitée le plus précisément possible ; lorsque cela est possible, une comparaison avec des projets relatifs au même secteur d'activité doit être fournie aux investisseurs, avec un commentaire sur les décotes/surcotes. L'évaluation dépendra évidemment de la nature du token selon qu'il s'assimile à un titre de capital, de créance, à des droits à royalties futurs, ou à des droits d'usage des futurs services à développer.

Dans le cas des droits d'usage, cas sans doute le plus difficile à valoriser, l'émetteur s'attachera à définir précisément ces droits, à comparer les prix de services équivalents existants et à prendre en compte la future politique envisagée quant à la gestion des tokens en circulation (cf plus haut dans notre introduction sur la nature des tokens).

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 ?

Toutes les pratiques consistant à donner l'impression d'un effet de rareté et d'un fort intérêt

d'investisseurs devront être particulièrement surveillées. Une prévente de tokens à un prix préférentiel peut être envisagée mais devrait effectivement être assortie d'une fourchette de prix clairement indiquée, cela afin de mesurer l'intérêt des investisseurs et affiner le prix de vente (comme cela peut se pratiquer lors d'émission de titres).

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 ? Cela nous semble impératif afin d'éviter toute manipulation lors de cette phase, notamment en donnant des indications trompeuses sur les sommes réellement investies pendant cette phase. Cela passe notamment par une clarification des informations communiquées (simples marques d'intérêt, investissement avec fonds déposés sur un compte de séquestre...) ainsi que la publication du « smart contract » ou de tout code gérant cette phase spécifique de l'ICO.

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 ?

Ce dispositif est crucial pour le bon déroulement des levées de fonds et l'intégrité du marché secondaire. Les dispositifs de KYC, de prévention du blanchiment et de financement du terrorisme et les diligences menées par les émetteurs de jetons auprès de leurs partenaires (notamment des plateformes d'échanges de monnaies fiduciaires en actifs numériques, peu ou pas régulées), doivent faire l'objet d'un accompagnement par un tiers (notamment d'un prestataire de service d'investissement agréé), à moins que l'émetteur de jeton puisse prouver à l'AMF disposer de moyens, dispositifs et connaissances suffisants pour assurer la mise en œuvre et le contrôle ces dispositifs ; il nous paraît peu probable que l'émetteur d'ICO, puisse bénéficier seul des moyens et dispositifs et connaissances suffisants sur l'ensemble de ces points.

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

Une clarification sur le traitement comptable et fiscal des fonds levés serait bienvenue. Des informations sur la gestion des fonds levés paraît nécessaire de la part de l'émetteur. Au vu des montants levés et du fait de leur utilisation étalée sur des périodes plus ou moins longues, la gestion de la trésorerie engendrée par l'ICO paraît cruciale notamment pour les fonds récoltés sous forme de cryptomonnaies. Compte tenu de la volatilité et du risque attaché à ces actifs, l'émetteur de tokens devrait être transparent sur ses intentions et sa gestion : conversion de tout ou partie des fonds récoltés en monnaies ayant cours légal après l'ICO, utilisation d'instruments de couverture pour garantir une valeur minimum des fonds levés...

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'existence d'un compte de séquestre est un point crucial pour le bon déroulement des ICOs et pour la protection des investisseurs.

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

Au vu de la nature des projets financés, des plannings souvent agressifs annoncés, une information semestrielle nous paraît être un minimum. En plus de ces points d'information réguliers, les étapes clés du planning annoncées dans le document d'information devraient aussi donner lieu à une information spécifique aux dates initialement annoncées pour indiquer si la réalisation de ces étapes clés a bien eu lieu à la date prévue. Tout retard devrait être expliqué et une mise à jour du planning devrait être fournie.

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 ?

Sur les informations aux investisseurs, cf notre réponse précédente.

Une transparence totale sur la gestion des tokens en circulation (via des programmes de rachat, l'utilisation des tokens créés mais conservés par l'émetteur ou tout autre moyen) nous paraît primordiale dans la mesure où elle va directement influencer le prix du token sur le marché secondaire. La fixation d'un plancher et d'un plafond nous semble être nécessaire et logique au vu de la nature des ICOs qui visent à financer des projets bien définis (cf notre remarque sur le cas Tezos dans notre illustration).

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

Une mise en garde de l'AMF sur le risque élevé de perte total de capital sur la page de garde du document d'information nous paraît nécessaire.

---

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

Nous souhaitons faire les deux commentaires suivants concernant les ICOs.

1. ICOs et cryptomonnaies

Il nous semble que les réflexions autour d'une réglementation éventuelle des ICOs doivent aussi prendre en compte la position du régulateur vis-à-vis des cryptomonnaies.

S'il est entendu que les tokens émis lors d'une ICO sont différents des crypto-monnaies de type bitcoin, le fait que la plupart des fonds apportés en échanges des tokens émis sont aujourd'hui des cryptomonnaies crée un lien très fort entre les deux. En ce sens, toute réglementation favorisant les ICOs favorisera in fine les cryptomonnaies. Nous attirons à nouveau l'attention du régulateur sur les fortes suspicions déjà mentionnées qu'une grande partie des fonds investis semblent provenir de détenteur de cryptomonnaies désireux de recycler leurs actifs.

2. Sur la difficulté à réglementer le marché secondaire des tokens

Nous avons à de multiples reprises souligné que l'existence de marchés secondaires non réglementés offrant une liquidité quasi instantanée aux tokens émis constitue une spécificité majeure des ICOs. Nous sommes conscients de la difficulté de réguler de tels marchés. Nous soumettons donc une autre piste de réflexion afin d'encadrer les pratiques de ces marchés. Si l'objectif d'une ICO est de lever des

fonds auprès d'investisseurs convaincus du bien-fondé et de la faisabilité du projet présenté dans le white paper, ces derniers ne verraient sans doute pas d'obstacle à la mise en place d'un lock-up (voire de plusieurs périodes successives de lock-up) les empêchant de revendre de suite leurs tokens. Les tokens étant par essence programmables, la mise en place d'une telle fonctionnalité nous semble une voie intéressante à étudier pour limiter le caractère actuel hautement spéculatif des ICOs. La période du lock-up pourrait correspondre aux dates clés de réalisation du projet indiqué dans le white paper. Elle devrait évidemment être suffisamment longue (plusieurs mois) pour être efficace. Cette possibilité offerte grâce à la plasticité inhérente aux tokens nous semble aussi plaider pour une réglementation des tokens en tant que tels.



- |                              |   |
|------------------------------|---|
| - Myriam Ferran, CFA,        | Présidente de CFA Society France                          |
| - Séverine Vadon-David, CFA  | Responsable du Comité Advocacy (Enjeux de place)          |
| - Romain Devai, CFA          | Expert Advocacy (Enjeux de place) – Fintech et Innovation |
| - Jean-François Bouilly, CFA | Membre du Comité Advocacy (Enjeux de place)               |