

# LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

Notre lettre aux parlementaires

EDITO

## Objets financiers non identifiés

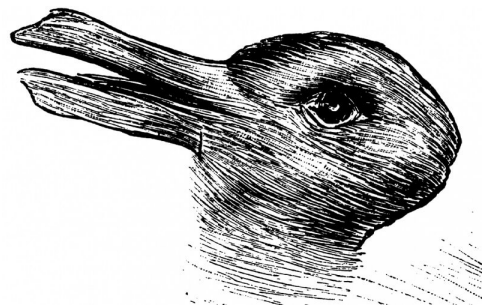
Le monde des entreprises (principalement des start-ups) et de la finance - fintechs, gestionnaires de fonds, voire certaines banques ... - commence à utiliser la blockchain pour créer, utiliser et échanger des actifs financiers.

Ces actifs sont souvent qualifiés de « crypto », ce qui donne - à tort - l'impression qu'ils ont un caractère caché, secret, occulte.

Ils sont également souvent nommés « monnaie » (par exemple le bitcoin ou l'ether) ce qui est largement inexact.

Enfin, une nouvelle manière de créer des actifs est récemment apparue : « Initial Coin Offering » (ICO) ou « offres de jetons » (nous y consacrons l'essentiel de ce numéro des Carnets). Un « jeton », traduction française de « token » ou « coin », est un actif représenté sous forme numérique pouvant être transféré entre deux parties sans intermédiaire et sans être dupliqué, et représentant un ou plusieurs droits.

Une partie de ces actifs est proche des titres financiers existants (actions par exemple), cependant qu'une autre devrait impliquer la création d'une nouvelle catégorie d'instruments nommés « jetons d'usage ».



*Lapin ou canard ? Les « cryptomonnaies » sont-elles vraiment des monnaies ?...*

Quelques clarifications semblent ainsi nécessaires.

### Les « cryptomonnaies » ne sont pas vraiment des monnaies

Si les « cryptomonnaies » sont aujourd'hui les « nouvelles monnaies » utilisées sur les réseaux blockchain, elles ne sont pas des monnaies au sens traditionnel du terme.

Elles ne remplissent pas les trois fonctions traditionnelles de la monnaie :

- **Moyen d'échange de biens et de services** : en pratique, les « crypto-monnaies » sont de plus en plus utilisées comme un investissement (à caractère spéculatif), au détriment de leur fonction initiale de moyen de paiement.
- **Unité comptable** : la forte volatilité des cours des « crypto-monnaies » limite très fortement la possibilité de les utiliser comme unité de compte.
- **Réserve de valeur** : dans la mesure où ces « crypto-monnaies » ne présentent pas de sous-jacent réel, leur valeur est intrinsèque et proviendrait de la confiance envers le protocole informatique. Cette dimension peut être sujette à discussion.

En outre, elles ne peuvent être comparées à des « monnaies fiduciaires » (« Fiat monnaie ») émises et garanties par des banques centrales... précisément parce qu'il n'y a pas de banque centrale.

Qu'est-ce qu'une banque centrale ? Une institution (publique ou mandatée par l'Etat) dont les principales fonctions sont :

- définir et gérer la politique monétaire ;
- gérer les réserves (devises, or, ...) ;
- réguler et superviser le secteur bancaire ;

- enfin, les banques centrales sont le prêteur en dernier ressort.

Le rôle d'une banque centrale est donc crucial d'une part parce que la masse monétaire est en permanence ajustée (la monnaie se crée mais aussi se détruit) selon les besoins et la conjoncture macro-économique ; et d'autre part par son rôle de garant.

Le système de la blockchain, sur lequel s'échangent les « crypto-monnaies », ne nécessite pas l'intervention d'un tiers de confiance, donc d'une banque centrale. Le refus du principe d'une banque centrale était d'ailleurs à l'origine du projet initial du créateur du bitcoin.

Des actifs comme le bitcoin sont des « monnaies décentralisées », créées par des algorithmes. Elles présentent un risque particulièrement élevé puisqu'elles n'ont ni contreparties responsables, ni régulateur et que, à date, on peut les créer mais pas les annuler. Leur gouvernance est, selon les mots même de leurs créateurs, inédite et « expérimentale ».

### Les jetons recouvrent des réalités extrêmement différentes

Quel que soit leur nom (token, coin, jeton, ...), ces actifs recouvrent un champ très large, composé de trois groupes principaux :

- **les « actifs d'usage »** (« utility tokens ») offrent l'accès à un service dans l'écosystème où ils sont produits et représentent aujourd'hui la majorité des cas des ICO réalisées.

Par exemple une start-up travaillant dans le secteur des jeux vidéo offrira aux investisseurs ayant acquis des « jetons », des possibilités d'accès à ses jeux en ligne. Une entreprise commercialisant des solutions de stockage et de traitement



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

des données par l'intelligence artificielle offrira des espaces sur son cloud contre un paiement en jetons. Depuis longtemps, les compagnies aériennes émettent et vendent des « miles » qui peuvent être échangés contre des services (vols, hôtels, location de voiture...).

L'idée est également de créer une communauté d'investisseurs / utilisateurs dès la phase de lancement de l'entreprise.

- **les actifs se rapprochant d'un instrument financier.** Il peut s'agir de titres ressemblant à des actions (donc liés à un droit de propriété et donnant accès, le cas échéant, à des droits de vote ou à des dividendes), des titres de créance ou des parts de fonds d'investissement. Il peut s'agir de titres financiers hybrides, qui ne relèveraient pas directement de la définition des actions ou des obligations. Des produits dérivés sont également apparus.

La grande majorité des marchés financiers a abandonné les actions physiques. Les actions sont donc dématérialisées mais inscrites en compte auprès d'établissements agréés, les titres se transmettant par virement de compte à compte. Il existe deux différences avec les jetons :

d'une part, les jetons sont transmis et la propriété reconnue et enregistrée via des blockchains, et d'autre part, l'intervention de teneurs de compte n'est pas obligatoire et est même parfois contestée.

- **les actifs ayant pour objectif de concurrencer** les monnaies fiduciaires et les monnaies électroniques - comme le bitcoin.

Ces actifs peuvent d'une certaine façon être considérés comme des titres financiers numériques.

### Comment convertit-on des « jetons » en monnaie fiduciaire ou en actifs financiers traditionnels ?

La question de la conversion des « jetons » en monnaie fiduciaire (euros, dollars, ...) demeure complexe et certaines solutions demeurent insatisfaisantes.

Reprenons la chronologie : l'investisseur souscrit à une ICO et reçoit des jetons. S'il veut ultérieurement les revendre, il ne dispose aujourd'hui que d'une alternative : trouver une contrepartie qui rachètera ses jetons et les paiera soit en monnaies

fiduciaires, soit en « crypto-monnaies ». Par ailleurs, la question, pourtant importante, de la conversion de jetons en actifs financiers régulés (actions, obligations, ...), c'est-à-dire celle de l'accès aux marchés financiers existants, n'a pas, aujourd'hui, trouvé de solution satisfaisante.

Enfin, le sujet - connexe - de la création de jetons représentant des actifs financiers régulés (actions, obligations, titres de créance, ...) devrait également faire l'objet d'une attention particulière.

**La structuration du « second marché » - plateforme d'échange de jetons contre des monnaies fiduciaires ou d'autres instruments - sera donc un facteur clé pour le développement des ICOs.** Elle devra d'une part permettre le respect des dispositions anti-blanchiment, d'autre part élaborer un régime de protection à minima des investisseurs - complétant celui de l'offre initiale -, et enfin permettre l'établissement de passerelles entre les marchés des « jetons » et celui des actifs financiers régulés.

**Philippe-Olivier ROUSSEAU**

Affaires publiques France

[philippe-olivier.rousseau@bnpparibas.com](mailto:philippe-olivier.rousseau@bnpparibas.com)

## NUMÉRIQUE

# Initial Coin Offering : enjeux, risques et opportunités

En 2017, près de 3,9 milliards de dollars ont été levés par des Initial Coin Offerings (ICO). En mai 2018, ce montant a atteint la somme de 7,6 milliards de dollars<sup>1</sup>. Face au développement très rapide de cette nouvelle forme de levée de fonds et en l'absence de cadre réglementaire spécifique, plusieurs régulateurs ont émis des avertissements à l'intention des investisseurs et porteurs de projet sur les risques liés à ces opérations. En France, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a lancé une consultation publique à l'automne 2017. Parmi les 82 participants à la consultation, une majorité s'est prononcée en faveur de la création d'un régime spécifique pour les ICO, une approche qui serait plus souple que celle adoptée par le régulateur américain, dans la mesure où celle-ci repose sur la qualification d'instrument financier (« securities offering »), ce qui implique des contraintes réglementaires importantes.

**Les ICO, qui reposent sur l'émission d'actifs numériques via la technologie blockchain, pourraient devenir un nouvel outil pour le financement des entreprises. Cependant, les opérations menées jusqu'à présent comportent des risques importants pour les investisseurs comme pour les porteurs de projet. Un cadre juridique clair est donc indispensable pour réguler ces activités.**

### Une levée de fonds reposant sur l'émission d'actifs numériques

**Les « Initial Coin Offering » (ICO), ou « offre initiale de jetons », sont des opérations de levée de fonds sollicitant directement les investisseurs en s'appuyant sur la technologie blockchain.** L'investisseur achète au porteur de projet des actifs numériques appelés « jetons » ou « tokens », émis sur une blockchain. Contrairement

aux actions émises lors d'une introduction en bourse, ces tokens ne représentent pas nécessairement une participation au capital de la société ou un droit à dividende. **On peut en effet distinguer trois catégories de tokens, selon leur fonction économique :** (i) les tokens « d'usage » octroyant à l'investisseur un droit d'accès à un service développé par l'entreprise ; (ii) les tokens assimilables à un instrument financier, susceptibles d'octroyer un droit de vote ou un droit à dividende ; (iii) et enfin les tokens de paiement, qui ont vocation à être utilisés comme moyen de paiement en dehors du projet financé par l'ICO. Il existe également des tokens « hybrides » qui relèvent de plusieurs catégories. Une fois émis, **ces différents tokens peuvent être échangés sur un marché secondaire** contre un autre crypto-actif, voire une monnaie ayant cours légal.



**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

### Un exemple de token « d'usage »

Un token « d'usage » représente un droit d'accès au service ou au produit développé par la société émettrice de l'ICO : acheter un token revient d'une certaine manière à prépayer le service ou le produit. Par exemple, une entreprise propose un service de stockage de fichiers fondé sur la blockchain. Lors de son ICO, cette entreprise émet une quantité fixe de tokens : les investisseurs ont donc intérêt à acheter les tokens au moment de leur émission, lorsque leur valeur est relativement faible. Une fois le projet de stockage développé par l'entreprise, chaque token peut être échangé contre une certaine quantité d'espace de stockage sur le réseau. Le détenteur du token peut également choisir de l'échanger sur un marché secondaire contre un autre crypto-actif, ou le convertir en monnaie ayant cours légal. L'entreprise fédère ainsi dès le lancement de son ICO une communauté d'utilisateurs qui a tout intérêt à utiliser le service de stockage pour que le token soit valorisé.

**En amont du lancement de l'ICO, le porteur de projet publie un document (« livre blanc » ou « white paper ») présentant les caractéristiques de la société, de la levée de fonds et des jetons émis. Ce document permet notamment aux investisseurs de juger de l'intérêt et de la fiabilité du projet que financera l'ICO, et peut comporter des informations sur les étapes de développement, les droits afférents aux tokens émis, ainsi que l'utilisation des fonds collectés. A l'heure actuelle, ces éléments ne sont pas normalisés et ne comportent aucun caractère obligatoire. Un livre blanc précis et détaillé est néanmoins plus susceptible de contribuer au succès d'une ICO, puisqu'il est déterminant dans la décision d'investir de l'acheteur.**

### Une opportunité pour le financement des entreprises

**Pour le porteur de projet**, une ICO est plus facile à réaliser qu'une levée de fonds classique, notamment parce qu'elle n'est pas - aujourd'hui - soumise à certaines exigences réglementaires potentiellement coûteuses et complexes, comme l'obligation de réaliser un prospectus ou d'obtenir le visa d'une autorité de régulation. **Par ailleurs, ces opérations permettent de soutenir des projets à un stade précoce de développement, qui n'auraient pas eu accès à un tel financement en passant par**

### le système de capital-risque traditionnel.

Enfin, le token dit « d'usage » permet de développer et de fidéliser très tôt un réseau d'utilisateurs du service offert par l'entreprise.

**Pour l'investisseur**, participer à une ICO peut présenter un double intérêt : utilitaire d'abord, grâce au droit d'usage que confère le token, financier ensuite, à travers la valeur qu'il peut espérer tirer de sa revente.

### Des risques élevés associés au manque de maturité du marché

**Le marché est aujourd'hui dans une phase très initiale. Il n'est pas encore structuré et le cadre juridique reste incertain, voire inexistant, ce qui peut présenter des risques importants tant pour les investisseurs que pour les émetteurs d'ICO.**

Un grand nombre de sociétés porteuses d'ICO en sont encore aux premiers stades de leur développement et n'ont pas le recul nécessaire pour assurer la solidité des projets présentés. Les principaux risques pour les investisseurs sont liés :

- **au manque de garanties** concernant la faisabilité et la fiabilité du projet financé : plusieurs régulateurs ont émis des avertissements concernant le risque d'escroquerie, sans possibilité de recours pour les investisseurs. Les livres blancs fournis ne sont pas toujours complets et peuvent être biaisés ;
- **à la forte volatilité de la valeur des tokens** acquis lors d'une ICO, en raison notamment de la dimension fortement spéculative de certaines ICO et des crypto-actifs<sup>2</sup>. Cette volatilité peut également entraîner une dévaluation rapide des fonds levés, si les montants

ne sont pas sécurisés ;

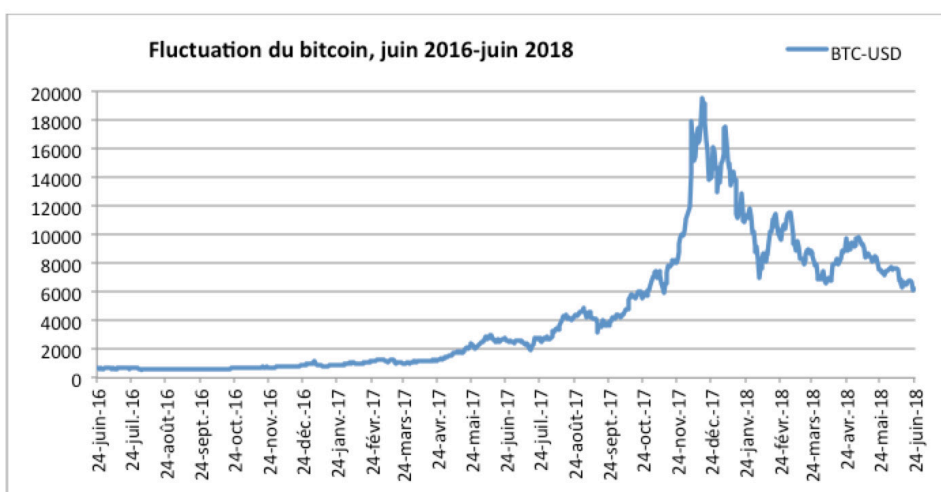
- **à l'absence de marché secondaire réellement structuré** pour échanger ou revendre les tokens. Il n'existe à l'heure actuelle aucune garantie que les plateformes d'échange acceptent de reconnaître l'ensemble des jetons existants et futurs. De même, le manque de liquidité du marché ne garantit pas la convertibilité des crypto-actifs en monnaie ayant un statut régalié et un cours légal (euro, dollar...) ;

- **au risque de cyberattaques**, dans la mesure où la sécurité informatique de la technologie utilisée n'est pas toujours garantie.

### Une menace pour la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme

L'ensemble des activités bancaires, et en particulier les opérations de bourse, l'émission d'obligations, l'émission et la vente de produits structurés, sont étroitement encadrées par les dispositifs de lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme, notamment à travers la quatrième directive européenne LCB-FT<sup>3</sup>. **L'identité des émettrices est strictement vérifiée et validée** afin d'assurer la traçabilité des flux. Ces procédures requièrent des moyens humains, techniques et financiers importants, et sont assurées par les banques et leurs superviseurs qui disposent d'équipes spécialisées. **Le non-respect de ces règles expose les banques à de lourdes sanctions par les autorités de supervision.**

**Lors d'une ICO, les transactions s'effectuent à travers le système décentralisé de la**



Le cours du bitcoin est calculé quotidiennement à la fermeture

Source : <https://coinmarketcap.com/currencies/bitcoin/>



## blockchain, sans intermédiaire régulé.

Les parties prenantes peuvent effectuer des transactions sans qu'une vérification d'identité rigoureuse ne soit exigée. Les risques de blanchiment d'argent et de financement du terrorisme sont donc réels et nécessitent la plus grande attention de la part de l'ensemble des acteurs impliqués, tant lors de l'émission de tokens que sur les plateformes d'échange.

## Le temps de la régulation ?

**L'une des questions centrales pour le régulateur est de déterminer si le token doit être qualifié ou non d'instrument financier, afin de déterminer le cadre réglementaire approprié.** Si le régulateur estime que le token est assimilable à un instrument financier, celui-ci entrera notamment dans le champ de deux textes européens: la directive relative aux marchés d'instruments financiers (MiFID) et la directive Prospectus. Si, à l'inverse, le régulateur estime que le token n'est pas un instrument financier, par exemple dans le cas de tokens « d'usage », l'ICO ne devrait sans doute pas être soumise à ces réglementations. **En revanche, les règles contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme ainsi que les règles de protection des consommateurs devront s'appliquer dans tous les cas.**

**Au niveau européen, les régulateurs ne se sont pas encore prononcés officiellement sur le cadre réglementaire envisagé.** Ils ont cependant émis plusieurs avertissements concernant les risques associés aux ICO. L'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA<sup>4</sup>, « *European Securities and Markets Authority* ») a notamment attiré l'attention des entreprises impliquées dans une ICO sur le fait que ces opérations peuvent potentiellement relever des directives Prospectus, MiFID, AIFM<sup>5</sup>, et anti-blanchiment, et qu'il relève aujourd'hui de la responsabilité de l'entreprise de déterminer si ces réglementations sont applicables<sup>6</sup>. L'ESMA a également alerté les investisseurs sur les risques encourus, notamment la possibilité de perdre la totalité de la somme investie<sup>7</sup>.

**En France, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a publié les conclusions tirées de sa consultation publique<sup>8</sup> sur les ICO, dans laquelle elle distingue deux types de tokens : les tokens d'usage d'une part, et les tokens offrant des droits de vote ou des droits financiers d'autre part. Cette deuxième catégorie de titres, minoritaire, pourrait dans certains cas relever de la qualification d'instrument financier. Pour les tokens d'usage, l'AMF estime que la qualification de titre financier ne semble pas applicable, et que le régime**

## le plus adapté aux ICO pourrait être celui applicable aux offres de biens divers.

Enfin, un sujet important devra être traité : **celui de la fiscalité liée aux opérations impliquant des tokens.**

A l'étranger, certains régulateurs ont pris position.

**En Chine,** le régulateur a interdit les ICO ainsi que des plateformes offrant des services d'échange de tokens, depuis septembre 2017.

**Aux Etats-Unis,** la *Securities Exchange Services* (SEC) a estimé que les tokens peuvent être assimilés à des valeurs mobilières (« securities ») et donc relever de la réglementation applicable aux marchés financiers. A ce titre, les ICO ainsi que les plateformes facilitant le trading d'actifs numériques doivent être enregistrées auprès de la SEC. Pour la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), la qualification de marchandises (« commodities ») peut être applicable aux tokens, en fonction de leur structure et de leur fonctionnalité (par exemple lorsqu'ils peuvent être assimilés à des dérivés).

**En Suisse,** la *Financial Market Supervisory Authority* (FINMA) a estimé que le droit des marchés financiers n'était pas applicable à l'ensemble des ICO. En l'absence de régulation spécifique, chaque opération doit être jugée au cas par cas, en fondant l'évaluation sur la fonction économique du token. La FINMA a ainsi jugé que les tokens utilitaires et de paiement n'étaient pas des instruments financiers.

## Des règles de transparence et de bonne conduite indispensables

**En l'absence de régulation appropriée, le marché des ICO se développe de manière souvent désordonnée et opaque.** Conditions de vente floues, porteurs de projets mal ou non identifiés, « livre blanc » incomplet ou trompeur, absence de « smart contract »<sup>9</sup>, manque de transparence concernant le montant des fonds récoltés... Des règles de bonne conduite sont indispensables pour établir un climat de confiance au sein de l'écosystème. **L'AMF a identifié plusieurs pistes,** en proposant en particulier de délivrer un visa optionnel à l'émetteur<sup>10</sup>. Les participants à la consultation ouverte par l'AMF se sont majoritairement prononcés en faveur de règles d'information à destination des investisseurs portant sur les droits liés aux tokens, le traitement comptable des fonds levés lors de l'ICO, et l'identification de la personne morale responsable de l'offre. Enfin, l'AMF a souligné qu'une attention particulière devrait être accordée

aux risques de blanchiment d'une part, et à la protection des investisseurs sur le marché secondaire d'autre part.

**Par ailleurs, le marché des ICO implique le recours à des intermédiaires,** comme les plateformes sur lesquelles s'organise la revente de tokens. La réflexion doit également s'engager sur les moyens de supervision et la régulation de ces intermédiaires, en particulier en ce qui concerne les dispositions anti-blanchiment.

L'écosystème des ICO évolue pour l'instant dans un environnement juridique incertain, entraînant des risques élevés pour les investisseurs et la traçabilité des flux. Compte tenu de ces risques, les levées de fonds sous forme d'ICO restent à ce stade une source de financement marginale pour les entreprises. **Un cadre réglementaire adapté pourrait cependant accompagner le développement du marché des ICO, et en faire à terme une méthode de levée de capitaux fiable et utile pour le financement des entreprises, particulièrement dans le cas de start-ups.**

**Agathe Madeline**

Affaires publiques France

[agathe.madeline@bnpparibas.com](mailto:agathe.madeline@bnpparibas.com)

1 Ces données sont publiées par le site [coinschedule.com](http://coinschedule.com). En raison de l'absence de régulation du marché des ICO, il n'existe pas de chiffre officiel à l'heure actuelle.

2 Le cours du bitcoin s'élevait 6758 dollars au 20 juin 2018, alors qu'il dépassait le seuil des 19000 dollars à son pic, le 16 décembre 2017.

3 Directive (UE) 2015/849 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2015 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme (LCB-FT).

4 Il s'agit, avec l'Autorité bancaire européenne (EBA) et l'Autorité européenne des assurances et des pensions (EIOPA) – qui traite des sujets assurantiers – de l'une des trois agences créées par la Commission européenne pour l'assister dans la précision et la mise en œuvre des dispositions législatives (directives et règlements).

5 Alternative Investment Fund Managers Directive

6 ESMA50-157-828 « ESMA alerts firms involved in Initial Coin offerings (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirement », 13 novembre 2017

7 ESMA50-157-829 « ESMA alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings (ICOs) », 13 novembre 2017

8 « Synthèse des réponses à la consultation publique portant sur les Initial Coin Offerings (ICO) et point d'étape sur le programme UNICORN », 22 février 2018.

9 Un smart contract est un contrat à exécution automatique dont les termes et conditions sont définis et appliqués par un protocole informatique, le rendant infalsifiable. Ce « contrat intelligent » permet d'établir une relation de confiance entre le porteur de projet et l'investisseur lors d'une ICO.

10 La FBF a pris de son côté une position pour un visa obligatoire afin de protéger les investisseurs et faire face aux risques de blanchiment.

