

QUELLE RÉGULATION POUR LES OFFRES PUBLIQUES EN CRYPTOMONNAIES (ICO)?



Hubert
de Vauplane

Avocat associé

Kramer Levin
Naftalis & Frankel
LLP, Paris, France

Sur le modèle des IPO, les start-up de la blockchain se financent depuis plusieurs mois via des ICO, des levées de fonds s'appuyant sur l'émission de tokens. Mais la nature juridique de ces jetons et de ces montages reste floue.

Depuis déjà plusieurs mois, fleurissent aux États-Unis ou ailleurs des offres publiques d'une nature nouvelle. Ce n'est pas tant le fait que ces levées de fonds portent sur des start-up, mais que ces levées s'effectuent sous forme de cryptomonnaies, comme le bitcoin ou l'ether, d'où leur nom : Initial Coin Offering, en référence aux IPO (Initial Public Offering). Ces opérations sont un mode de financement rapide pour des entrepreneurs dans le monde de la technologie blockchain et tester leur projet/idées auprès de la communauté d'experts ; compte tenu du potentiel de cette technologie, ces levées attirent aussi de plus en plus des investisseurs en recherche de plus-values, sans toujours comprendre les spécificités technologiques du projet. Une ICO requiert un formalisme réduit : la levée s'effectue dans le cadre d'un projet sous forme d'un document (*whitepaper*) où sont présentés

les fondateurs, le projet, le besoin de financement, son affectation future, le processus d'ICO et les conditions de paiement en cryptomonnaies. Les levées de fonds sont faites en ligne sur des sites spécialisés[1]. Les « investisseurs » intéressés reçoivent alors des jetons (« token ») en échange de leur paiement. Les sommes reçues au titre de l'ICO le sont généralement sous forme de bitcoins ou d'ether. Les jetons représentent une sorte d'« intérêt économique » dans l'entreprise : ils ouvrent la possibilité, en fonction du projet, d'être affectés à différentes utilisations et permettent aux détenteurs de recevoir les fruits de développement du projet. En aucun cas, ils ne donnent accès au capital de la société. Une fois la levée terminée, il est possible d'échanger les jetons reçus via un marché secondaire sur des plateformes spécialisées.

QU'EST-CE QU'UN TOKEN ?

Que représentent ces jetons ? Le moins que l'on puisse dire, c'est qu'il y a un flou juridique. Il existe de nombreux types différents de jetons, chacun avec des caractéristiques et des utilisations variables. Certains jetons, comme les bitcoins, fonctionnent comme une cryptomonnaie, d'autres peuvent représenter un droit sur des biens corporels ou incorporels. Les jetons dans une blockchain peuvent également être utilisés dans de nouveaux protocoles

et réseaux pour créer des applications distribuées. En règle générale, les tokens émis peuvent conférer des droits sur les profits à venir générés par la start-up et/ou des droits de vote sur le projet financé. Ces jetons, parfois appelés « pièces d'application » ou jetons de protocole, représentent la prochaine phase d'innovation dans la technologie blockchain et le potentiel de nouveaux types de modèles décentralisés, par exemple, le cloud computing sans Amazon, les réseaux sociaux sans Facebook ou les marchés en ligne sans eBay. Devant ce flou, les principaux acteurs mondiaux de cryptomonnaies[2] se sont associés pour créer le Blockchain Token Securities Law Framework en tant que forme d'autorégulation.

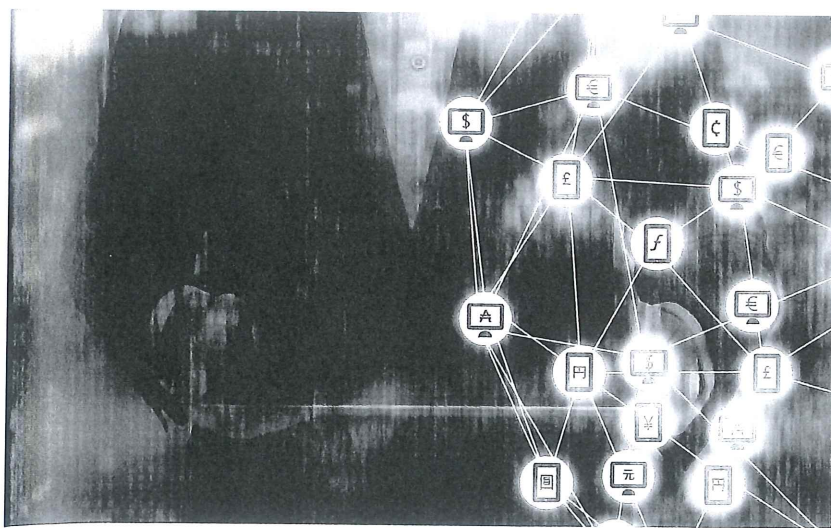
TOKEN ET LOI SUR LES VALEURS MOBILIÈRES AUX ÉTATS-UNIS

Ces nouveaux modes de financement conduisent à s'interroger sur la réglementation qui leur est applicable. Plusieurs régimes légaux sont potentiellement possibles : un contrat de franchise, une licence informatique, mais c'est surtout l'analogie avec le régime de l'offre de valeurs mobilières qui pose le plus de questions. Ainsi, certains jetons, selon leurs caractéristiques, peuvent tomber sous le coup des lois fédérales ou d'État sur les valeurs mobilières. Cela

[2] Comme Coinbase, ConsenSys, Union Square Ventures et Coin Center.

[1] www.smithandcrown.com, par exemple.

* Les propos de l'auteur n'engagent que celui-ci.



signifie, entre autres choses, qu'il est illégal de les offrir à la vente aux résidents des États-Unis, sauf par l'enregistrement ou l'exemption auprès de la SEC. Ainsi, par deux fois en mars 2017, la SEC a refusé d'enregistrer des produits liés au bitcoin[3].

Pour déterminer si ces jetons ressortent des lois fédérales américaines sur les valeurs mobilières la plupart des juristes américains se réfèrent au « test Howey », du nom d'une vieille jurisprudence de la Cour Suprême[4] qui permet de définir ce qu'est une valeur mobilière (« security ») soumise à la réglementation de la SEC, du fait de sa qualification comme « contrat d'investissement ». Quatre conditions sont nécessaires pour être qualifié comme tel : constituer un investissement en somme d'argent (« money »), duquel un retour en investissement est attendu, dans une société, via les efforts d'un promoteur ou d'un tiers. Ce test indique que chaque fois qu'une entreprise lève des fonds, si l'investisseur s'appuie sur les efforts de l'entreprise pour réaliser ses profits, cette entreprise est considérée comme vendant un titre. Cette définition est assez large pour embrasser de nombreuses situations. Le débat juridique porte sur la première condition : l'opération est-elle constitutive d'un investissement en somme d'argent ? Ce qui revient à s'interroger sur la qualification juridique des cryptomonnaies. On connaît le pragmatisme des régulateurs américains pour intégrer dans le champ

traditionnel de leurs définitions des instruments nouveaux. De nombreux avocats américains considèrent que la première exigence du test Howey, celle sur une somme d'argent, est remplie dans le cadre des jetons de chaînes de blocs du fait de la définition très large donnée par la jurisprudence à cette notion.

TOKEN ET RÉGIME D'OFFRE AU PUBLIC DE TITRES EN FRANCE

Qu'en est-il en France ? Dans la mesure où les ICO peuvent s'apparenter à des levées de fonds, la réglementation en cause est la directive européenne sur l'offre au public de titres[5]. Si les conditions énumérées par la directive sont remplies, l'émetteur doit alors rédiger et publier un prospectus. Parmi les éléments constitutifs du champ d'application, le plus important pour notre propos est celui relatif à la présence de valeurs mobilières, cette expression ayant été remplacée par celle de titres financiers lors de la transposition en droit français. Dans quelle mesure les « jetons » émis d'une chaîne de blocs peuvent-ils être qualifiés comme tel ? C'est là l'essentiel de l'enjeu et du débat. Alors qu'aux États-Unis, le test Howey se focalise notamment sur la notion de monnaie, en Europe, c'est celle de titre financier ou de valeur mobilière qui est au centre des discussions. Dans les chaînes de blocs comme celle du bitcoin ou de l'ether, les jetons représentent une valeur, ce qui ne veut pas dire grand-chose. Ces jetons peuvent revêtir aussi bien les fonctions d'une valeur d'échange, d'un actif non

financier, voire même d'un actif financier, selon les cas d'usage. C'est donc à une analyse au cas par cas qu'il convient de se livrer. Mais si ces jetons ne rentrent pas dans la définition des titres financiers, les ICO ne sont alors pas soumis à la réglementation relative à l'offre au public de titres. Compte tenu de leurs caractéristiques, et bien que cela dépende de chaque opération, on peut considérer que des jetons qui ne donnent pas droit directement ou indirectement à l'accès à des titres de capital ou des titres de créances de l'émetteur ne puissent pas être qualifiés de titres financiers. Ce n'est pas pour autant qu'ils échappent à toute réglementation. Notamment nationale. Ainsi, en France, l'AMF est aussi compétente sur ce que l'on appelle les « biens atypiques » ou « biens divers », c'est-à-dire les investissements en rentes viagères, pierres précieuses, wagons, diamants, manuscrits, vins, panneaux photovoltaïques... En fait, dès lors qu'il s'agit, par voie de communication à caractère promotionnel ou de démarchage, de souscrire à droits sur des biens mobiliers ou immobiliers (biens divers 1), soit à acquérir des droits sur un ou plusieurs biens en mettant en avant la possibilité d'un rendement financier direct ou indirect ou ayant un effet économique similaire (biens divers 2), l'AMF est compétente à tout le moins pour examiner la documentation proposée au public. Le scandale Aristophile et de récentes décisions de la commission des sanctions de l'AMF, comme celle relative à la société Marble Art, ont jeté une lumière nouvelle sur ces activités « atypiques ». La loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 dite Sapin 2 modifie le régime de l'intermédiation en biens divers, ce qui a conduit l'AMF à mettre à jour sa doctrine sur ces opérations, levant certaines ambiguïtés, notamment quant à son contrôle préalable des offres. Un régime qui devra être examiné avant une ICO. ■

“ Les jetons représentent une sorte d'« intérêt économique » dans l'entreprise. En aucun cas, ils ne donnent accès au capital de la société. ”

[3] <https://www.reuters.com/article/us-bitcoin-etp-idUSKBN16Z2HH>.

[4] SEC c/ Howey, 328 U.S. 293 (1946), jurisprudence confirmée dans l'affaire SEC c/ Edwards, 540 U.S. 398 (2004).

[5] Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003.