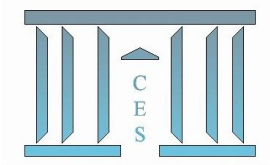
UNIVERSITÉ PARIS 1
PANTHÉON SORBONNE

Documents de Travail du
Centre d'Economie de la Sorbonne

CES Working Papers



Les ICO la nouvelle façon de lever des fonds sans contrainte ?

Dominique GUEGAN

2018.02

Maison des Sciences Économiques, 106-112 boulevard de L'Hôpital, 75647 Paris Cedex 13
https://centredeconomiesorbonne.univ-paris1.fr/
ISSN : 1955-611X

Les ICO la nouvelle façon de lever des fonds sans contrainte ?

Dominique GUEGAN

Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne – LabEx ReFi

Ca' Foscari University, Department of Economics

Introduction sur l'ICO

Les Initial Coin *Offerings* (ICO) ou tokens sale ou tokens generating events peutvent être décrits comme des moyens de lever des fonds effectués à travers une technologie de registre distribué (DLT : distributed Ledger Technology) donnant lieu à une émission de jetons (tokens) en échange de crypto-monnaies. Ces jetons digitaux sont des actifs numériques émis contre une **crypto-monnaie** préexistante à un prix fixé par une entreprise pour se financer, puis potentiellement échangeables sur un marché secondaire (sur des plateformes telles que Kraken et Poloniex). Contrairement aux titres financiers classiques, les jetons sont très variés et n'accordent pas tous les mêmes droits (droits de vote, part du capital voire aucun avantage particulier…). L'essor de la technologie de registre distribué basée sur le blockchain[1] a conduit à l'émergence d'un écosystème permettant de proposer la fourniture de nouveaux services même si ceux-ci sont encore très souvent expérimentaux. Il s'agit souvent de projets technologiques complexes s'adressant à un public averti susceptible de comprendre ce nouveau type d'environnement, mais le grand public est aussi concerné. Le côté disruptif et innovant de ces nouveaux services nécessite de préciser un certain nombre de risques associés à leur utilisation ainsi que les précautions d'usage en attendant une législation contraignante. Nous nous focaliserons dans ce papier sur les ICO, c'est-à-dire des opérations de nature spécifique qui diffèrent des IPO[2] en ce qui concerne la nature des droits acquis par les investisseurs, les jetons. Ils concurrencent les ***Venture Capitalists*** dans la mesure où ils permettent de financer des projets à un stade précoce de développement. A la différence des IPO ou du *crowdfunding*, les ICO se font en cryto-monnaies, sont diverses dans leur forme et moins régulés. Le laps de temps dans lequel ils peuvent lever des fonds est aussi disruptif, par exemple 30 secondes pour l'ICO BAT (Basic Attention Token) pour lever 35 millions de dollars.

Organisation d'un ICO :

Un[3] ICO démarre par une annonce sur internet : un executive summary qui précise l'objectif de la levée de fonds. A cela s'ajoute la diffusion d'un white paper qui, en l'absence d'une législation contraignante, devrait indiquer les éléments suivants (qui sont pour l'instant une forme de consensus sur de « bonnes pratiques »[4]) :
- la nature du projet (présentation technique) ;

[1] Cf Revue Banque 810 et 814 (2017)
[2] Les introductions en bourse classique « Initial Public Offerings » (IPO) consistent à émettre des tires de capital pour lever des fonds par offre au public.
[3] Comme nous l'avons déjà fait remarqué dans l'article publié dans la Revue Banque 814 : quand un terme anglo-saxon est utilisé dans un texte français, son genre est masculin. ICO est donc utilisé ici au masculin.
[4] http://www.tokenawareness.com/best-practices/

- les fonds nécessaires à l'achèvement du projet (idéalement déposés sur un compte sous séquestre) ;
- les membres à l'initiative du projet ;
- le type et la quantité de jetons que les porteurs de projet conserveront pour eux-mêmes ;
- les objectifs à atteindre (produit et entité légale portant l'ICO) ;
- les types d'actifs ou de règlements acceptés ;
- la durée de la campagne de l'ICO ;
- les personnes apportant un encadrement juridique, technique et financier au projet ;
- une évaluation des risques et les juridictions compétentes ;
- une information post-ICO auprès des souscripteurs de manière régulière, y compris sur les plates-forme d'échange sur lesquelles un second marché s'est créé pour les *tokens* émis.

On observe que plusieurs ICO ont été organisés sans même ce cadre de bonnes conduites et que certaines zones d'ombre existent dont en particulier les réponses aux questions suivantes : que représentent les jetons achetés ? Quels droits, ou quelle valeur ont-ils ? Ces jetons sont-ils échangeables, transférables, limités au projet ?

Histoire d'une nouvelle forme de levées de fonds

Les start-ups qui utilisent cette nouvelle stratégie pour lever des fonds se passent de tout intermédiaire et donc suivent un modèle se rapprochant plus du *crowdfunding* que d'un modèle d'introduction en bourse, révolu, mal vu et délaissé par la génération 2.0.

Le premier ICO a eu lieu en Juillet 2013 : il s'agit de Mastercoin (MSC) qui a levé 5000 bitcoins (soit 13 millions de dollars). En 2014 l'ICO qui a créé l'EthereumTokens (l'Ether) a recueilli 18 millions de dollars. C'est probablement cet ICO qui a fait connaître au public cette nouvelle méthode de vente de *tokens*, qui reste encore réservée à une communauté d'initiés. Mais en 2016, et surtout en 2017, le nombre et le volume de fonds collectés explosent. Ainsi les dix plus importants ICO en 2016 ont levé pour un montant dépassant les 72 millions de dollars, et en 2017, 1 milliard 360 millions (source CoinSchedule)[5]. On constate donc une augmentation de l'ordre de 20% des levées de fonds en moins d'un an. Les secteurs auxquels ces ICO s'intéressent sont divers. Pour l'année 2017, ils concernent les infrastructures (34,5%), le trading et l'investissement (13,7%), la finance (10,2%), le stockage des données (7,8%), les paiements (7,8%), les jeux (4,5%), le commerce (2%) mais aussi l'immobilier, la réputation, l'art, la musique, les réseaux sociaux, la santé.

En France, le premier ICO est DomRaider[6] : il a levé 35 millions d'euros entre le 12/09/2017 et le 20/10/2017. Son objectif « révolutionner l'écosystème des ventes aux enchères en utilisant la technologie blockchain, en développant le premier réseau décentralisé dedié à la gestion en temps réel de n'importe quelle vente aux enchères dans le monde en ligne ou en salle ». Les souscripteurs aux DomRaider Tokens (DRT) viennent de 117 pays. Comme pour les autres ICO, de nombreuses questions restent en suspens, en dehors de tout cadre légal, tant pour les souscripteurs (valeurs du DRT, échanges, risques liés au projet, …), que pour les développeurs (fiscalité, business plan, quelle réglementation, dans quel pays, etc…). Depuis, de nouveaux ICO ont été annoncés : NapoleonX (NPX) (12/12/2017- 04/01/2018), Naviadress, … NapoleonX est une société de gestion quantitative dont les NPX permettront d'obtenir des signaux d'investissement sur les crypto monnaies (BTC – bitcoin) suivant les stratégies développées par l'entreprise (10 signaux seront publiés et utilisables). Lors d'une

[5] Les ICO en 2016 sont : Waves, Iconomi, Golem, SingularDTV, Lisk, Digix DAO, FirstBlood, Synereo, Decent, Antshares/NEO et en 2017 : Filecoin, Tezos, EOS Stage 1, Bancor, Kin, Status, TenX, MobileGO, Sonn, Aeternity.

[6] L'entreprise DomRaider est spécialisée dans la récupération de noms de domaines expirés.

présentation, les développeurs ont annoncé des rendements de l'ordre de 350%. Il apparaît indispensable qu'une information liée aux risques potentiels de ce type d'investissements soit clairement identifiée (quelle protection en cas de perte, quelle mesure de risque associée aux calculs des rendements, y-a-t-il une procédure de *backtest*, comment valider la robustesse de l'algorithme qui n'est connu que de l'entreprise ?).
L'engouement que l'on constate pour les ICO arrive dans un contexte économique particulier. D'une part, ces nouvelles *startup* spécialisées dans la technologie de registres distribués observent un tarissement de leurs sources de financement, d'autre part, à cause des taux bas. En effet les investisseurs en quête d'actifs risqués se sont tournés vers les crypto-monnaies, intéressantes de par leur volatilité. En outre le financement pour les souscripteurs est simple : dès qu'ils ont un porte-monnaie en crypto-monnaie, il suffit qu'ils se connectent sur internet au site dédié à l'ICO. Notons que la méconnaissance de la technologie *blockchain* facilite l'investissement dans les projets financés par ICO et l'absence de réglementation contraignante encourage les projets *blockchain* à privilégier ce mode de levée de fonds. D'où la nécessité d'une réglementation.

Régulation possible et nécessaire des ICO

En face de cette création exponentielle de projets, des réponses quasi-instantanées des souscripteurs et des montants en jeu, les Etats se sont positionnés pour mettre en garde les souscripteurs mais aussi les développeurs, soit en rappelant les lois existant, soit en précisant les règles du jeu, soit en interdisant de telles opérations. Un statut légal des ICO semble indispensable.
Le 25 juillet 2017, la SEC aux USA a précisé le statut des ICO (nécessité de s'enregistrer et de suivre un certain nombre de règles si celle-ci peuvent être assimilées à des securities) ; en complément le LabCFTC de la CFTC[7] a précisé le 17 octobre 2017 le statut des monnaies digitales. Dans la foulée un certain nombre de pays se sont alignés sur les décisions prises par la SEC pour réguler les ICO : le Canada (mars 2017 et septembre 2017), Singapour (1er aout 2017), l'Australie (septembre 2017), HongKong (septempbre 2017). La Chine et la Corée du sud ont respectivement interdits les ICO les 14 et 29 septembre 2017. Ces décisions ont impulsé la publication de nombreux avertissements vis-à-vis des ICO de la part de plusieurs pays : Malaysie (07/09), Angleterre (12/09), Dubai (13/09), Macau (27/09), Suisse (29/09), Nouvelle Zélande (25/10), Japon (27/10), Suède (7/11), Allemagne (7/11). Le gouvernement vietnamien a mis en garde les souscripteurs sur ce type d'investissements, une loi est prévue pour 2018. Notons néanmoins que de nombreux états ne se sont pas positionnés sur le sujet.
Le 13 novembre 2017, l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA) a publié deux déclarations concernant les ICOs. La première rappelle aux souscripteurs que « ces opérations de financement sont non régulées, volatiles, opaques, non éprouvées sur le plan technologique et qu'il s'agit de placements à haut risque ». La seconde s'adresse aux entreprises, leur rappelant que quand « les jetons sont assimilables à des instruments financiers, ces entreprises doivent se conformer aux règles applicables ». Dans ce dernier cas, les ICOs devraient se conformer aux directives applicables aux investissements financiers (Prospectus, MiFid, AML…), ceci implique alors de connaître l'identité des souscripteurs. Ce point est important car on peut penser qu'il va à l'encontre d'une certaine philosophie liée à ces levées de fonds, mais les mentalités commencent à changer.
En France l'AMF a lancé une consultation publique sur le sujet (la fin de la consultation est intervenue le 22 décembre 2017). Il s'agit entre autres de définir le statut des ICOs, soit

[7] La Commodity Futures Trading Commission a lancé en mai 2017 le LabCFTC pour faciliter les échanges entre les fintechs et la CFTC

assimilables à des titres financiers, soit assimilables à des intermédiaires en biens divers, mais cette dernière dénomination est probablement à préciser. Il apparait donc important de définir et de renforcer les bonnes pratiques liées aux ICO, de prévenir les risques, d'amplifier l'information et de bien distinguer les deux types de tokens qui sont issus de ces levées de fonds : les ICO concernant des titres financiers, de ceux concernant des tokens (ceux-ci pouvant être échangés contre des marchandises ou des services, des droits de vote, la participation à un réseau, à de l'information, etc.).
Quelle que soit la réglementation qui sera adoptée par l'AMF : un régime d'autorisation préalable à toutes les ICO s'adressant au public en France, ou un régime d'autorisation optionnel, les informations régissant ces opérations doivent être nombreuses, claires, en évolution permanente.

Approche éthique, philosophique et réglementaire de l'ICO

Un ICO permet de fédérer une communauté : les souscripteurs sont les utilisateurs et les clients du réseau. Les ICO structurent une communauté de personnes possédant des crypto-monnaies et leur donnent l'opportunité d'investir ces montants. Vu l'engouement actuel pour ces monnaies, il existe un énorme potentiel pour capter ces monnaies et l'on va voir apparaitre de plus en plus d'ICO. D'ici 2 à 3 ans, des centaines de *tokens* existeront, que sera leur survie (certains feront faillite) ? Y aura-t-il la possibilité de rejoindre ces communautés après leur lancement ? Quel sera le droit d'entrée ? Qui décidera ?
Notons par ailleurs que ce marché repose sur des tendances spéculatives, parfois irrationnelles liées à la nature même des monnaies en question, qui par ailleurs sont connues pour être hautement volatiles. Il est noté aussi que certaines *startups* réalisant des ICO semblent surtout intéressées par l'idée de battre « un nouveau record ». Ce qui peut entretenir cette idée de bulle spéculative. Enfin les gains annoncés peuvent être énormes, ce qui augmente le coté risqué de l'appel d'offres pour lequel aucune étude de risque n'est en général proposée.

Si nous nous concentrons sur les risques associés aux ICO, nous pouvons retenir les risques suivants pour les souscripteurs :
- ils n'ont aucune garantie en échange de l'achat de jetons lors de l'ICO ;
- ils n'ont aucune garantie de pouvoir échanger ces crypto-monnaies en devises traditionnelles. En particulier une faible liquidité de certains jetons expose le souscripteur à une chute brutale de la valeur de ses investissements[8] ;
- comment éviter la manipulation des marchés ?
- les risques d'arnaque existent alors qu'aucun filtre réglementaire n'existe : dans un environnement décentralisé, les fonds perdus à cause d'entités frauduleuses ne peuvent jamais être récupérés. Il n'y a pas de recours en cas de litiges car nombre d'ICO, qui fonctionnent via la technologie entièrement décentralisée *blockchain*, « ne relèvent pas du champ d'applications des lois et régulations européennes ». L'émetteur, après avoir vendu ses jetons peut immédiatement revendre les crypto-monnaies récupérées et abandonner le projet ;
- le projet peut être interrompu par les autorités s'il ne satisfait pas les lois existantes ou le cadre défini par la régulation ;
- la probabilité de faillite est importante, synonyme de perte de valeur des jetons sur le marché secondaire ;

[8] Par exemple, les tokens associés à l'ICO Tezos, en contrepartie de crypto-monnaies, ont perdu près d'un tiers de leur valeur sur la plate-forme d'échange HitBTC après 3 mois d'émission, suite à des problèmes de gouvernance. La société a reconnu que le développement de son produit révolutionnaire était au point mort alors qu'elle avait levé 233 millions de dollars.

- il existe des risques d'abus de marché, de délits d'initié, de financement de la criminalité ou du terrorisme ;
- en fonction de sa structuration, un ICO peut être soumis à différentes réglementations financières. Beaucoup de ces levées de fonds ne sont toutefois assujetties à aucune réglementation et ne font ainsi pour l'instant l'objet d'aucun contrôle, ainsi tout participant à un ICO doit dès lors savoir que l'opération en question est susceptible de n'obéir à aucune règle et que le consommateur n'est nullement protégé ;
- il existe un risque lié à la sécurité de la plateforme ;
- quelle est l'interchangeabilité des *tokens* ?

Pour l'émetteur, les risques aussi peuvent être importants :
- risques de blanchiment d'argent ou de fraude (si l'anonymat est la règle pour les souscripteurs) ;
- l'actionnariat est très dispersé ;
- la grande volatilité des crypto-monnaies peut être préjudiciable pour la mise en œuvre du projet ;
- quelles seront les règles en termes de fiscalité dans le futur ?

Ainsi il reste de la responsabilité du souscripteur de se renseigner sérieusement avant d'investir le moindre euro dans un projet car celui-ci est susceptible de lui faire perdre son capital investi. Bien que l'ICO soit un outil novateur à l'ère numérique, les souscripteurs doivent rester prudents car certaines campagnes ICO peuvent être frauduleuses étant donné que ces collectes de fonds ne sont pas réglementées par les autorités financières et qu'elles ont lieu dans un environnement tout à fait décentralisé. Bien qu'il existe une agence de notation pour les entreprises numériques, **Exaegis**, celle-ci ne joue pas encore pleinement son rôle car l'information n'est pas complètement transparente, car non publiée et faite à la demande de la *startup* (même si celle-ci paie avant l'audit).

En conclusion

On peut voir les ICO comme une opportunité pour la communauté des personnes possédant des crypto-monnaies d'investir ces monnaies. Cela entretient la création de communautés restreintes aux monnaies digitales et liées à leur devenir. Ainsi chacun reste dans son monde « digital » dont un des effets secondaires est de vouloir que ces monnaies prennent de plus en plus de valeur. Les risques sont énormes pour le souscripteur et non négligeables pour l'émetteur. La mise en place d'un visa européen allégé pour les ICO pourrait être un moyen important pour informer le souscripteur. C'est pourquoi la consultation de l'AMF est importante et qu'il apparait aussi utile que les autres pays s'associent pour uniformiser les règles, rendant ces levées de fonds en conformité avec une législation, ou tout le moins en suivant les bonnes pratiques dont quelques règles de base ont été rappelées précédemment. Définir des règles permettant d'encadrer ces levées de fonds devraient permettre à terme d'attirer les projets les plus robustes.

Même en présence d'un cadre réglementaire, qui ne devrait plus tarder, le souscripteur doit analyser en détail les informations fournies par le white paper, vérifier si l'ICO a reçu un visa de l'AMF ou européen, vérifier s'il existe une garantie en échange de l'achat des jetons lors de l'ICO, et noter qu'il existe de toute façon aucun filtre réglementaire pour effectuer une vente de jetons numériques.