

## LOI PACTE ET RÉGULATION DES INITIAL COIN OFFERINGS : À LA RECHERCHE D'UN ÉQUILIBRE ENTRE ENCADREMENT DES PRATIQUES ET ATTRACTIVITÉ DU MARCHÉ FRANÇAIS

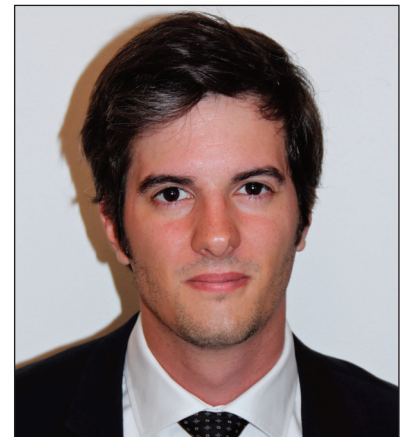
par *Damien Luqué, Associé, David Sorel, Associé,  
et Martin Jarrige de la Sizeranne, Collaborateur, Lacourte Raquin Tatar*



*Damien Luqué*



*David Sorel*



*Martin Jarrige de la Sizeranne*

**A** l'instar d'une *initial public offering* ("IPO"), une *initial coin offering* ("ICO") constitue un mode de financement par le biais d'une offre au public, à la seule différence que les "instruments" ou "biens incorporels" ainsi émis ne sont pas des instruments financiers de type, notamment, actions ou obligations, mais des jetons (ou *tokens*), c'est-à-dire des crypto-actifs dont les droits qui s'y attachent sont émis, inscrits, conservés ou transférés au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé, permettant d'identifier le propriétaire effectif du jeton (ou *blockchain*).

Ce nouveau moyen de financement est un phénomène récent et encore peu développé en France. Depuis novembre 2016, l'Autorité des marchés financiers ("AMF") a recensé 83 ICO ou projets d'ICO, dont 15 seulement ont été menés jusqu'à leur terme<sup>1</sup>. Le total des montants levés en France par le biais d'une ICO s'élèverait à 89 millions d'euros. Si l'AMF constate une forte augmentation des montants levés au cours du second semestre de 2018, ces chiffres sont toutefois relativement faibles par rapport aux 20 milliards de dollars levés par le biais d'ICO au niveau mondial.

Encore peu régulé, le secteur des crypto-actifs présente actuellement de nombreux risques, tels que des risques de

fraude, de dissimulation de l'origine des fonds et de blanchiment d'argent. Certaines ICO se sont également révélées être des escroqueries, voire des ICO structurées sous forme de "fausses ICO" ou ICO dites "en blanc" mises en place à l'initiative d'un régulateur dont l'objectif est principalement d'alerter les investisseurs potentiels sur les risques liés à ces nouvelles formes d'investissement en crypto-actifs<sup>2</sup>.

Face à de tels risques, les autorités de régulation et les Etats se sont interrogés sur les stratégies de régulation pertinentes pouvant être mises en œuvre. L'objectif était alors d'encadrer les abus sans toutefois freiner les innovations émergentes dans le sillage des technologies liées à la *blockchain*.

Ce travail a mené ces deux dernières années à de nombreuses publications de la part des autorités de régulation, ayant notamment pour objet de définir certains concepts clés liés au secteur des crypto-actifs.

En France, l'AMF a ainsi publié en octobre 2017 une consultation publique, donnant lieu à un rapport de synthèse en février 2018, posant les fondations d'une future régulation de la pratique des ICO.

<sup>1</sup> Voir le Rapport AMF, ICO françaises : un nouveau mode de financement ? préparé par Caroline Le Moign en date de novembre 2018

<sup>2</sup> Voir, notamment, la fausse ICO "Howeycoins" à l'initiative de la US Securities and Exchange Commission émise en mai 2018

En tout état de cause, les notions de *tokens* et d'ICO ne faisaient toujours pas l'objet d'une reconnaissance légale en France. Jusqu'alors, la loi s'était limitée à reconnaître le concept de *blockchain*, ou de "dispositif d'enregistrement électronique partagé" par le biais de deux ordonnances : une ordonnance du 28 avril 2016, limitant alors son application aux offres de minibons, puis une ordonnance du 8 décembre 2017 (dite ordonnance "*blockchain*"), permettant le recours à la *blockchain* pour l'inscription en compte d'instruments financiers.

Le second semestre 2018 vit le passage d'une phase de réflexion des autorités de régulation et du législateur à une phase de normalisation.

C'est ainsi que le futur régime de régulation des "offres initiales de jetons" en France a été introduit à l'article 26 du projet de loi relatif à la croissance et transformation des entreprises (dite loi "Pacte"). Le projet de loi Pacte a été présenté à l'Assemblée Nationale le 19 juin 2018. Après des travaux en commission et son adoption par l'Assemblée Nationale, le texte a été transmis au Sénat le 10 octobre 2018.

Le projet de loi est en cours d'examen au Sénat, avec pour objectif une adoption définitive en avril 2019.

### LA DÉFINITION DES CONCEPTS CLÉS

La définition d'une stratégie de régulation suppose en premier lieu de qualifier juridiquement les concepts clés. En particulier, pour délimiter le champ de la régulation pouvant s'appliquer aux ICO, il était crucial de définir les différentes catégories de *tokens* pouvant être émis, et de les rattacher à des notions juridiques élémentaires.

En effet, comme l'explique l'exposé des motifs du projet de loi, les ICO échappaient jusqu'alors à tout cadre juridique clair, dans la mesure où les jetons peuvent recevoir différentes qualifications juridiques en fonction de leurs caractéristiques propres.

Aussi le projet de loi Pacte définit-il un jeton comme "*tout bien incorporel représentant, sous forme numérique, un ou plusieurs droits pouvant être émis, inscrits, conservés ou transférés au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant d'identifier, directement ou indirectement, le propriétaire dudit bien*".

Cette définition reconnaît au *token* la nature juridique de bien incorporel, susceptible d'appropriation. La notion de

*token* est consubstantielle à la notion de dispositif d'enregistrement électronique partagé. Le *token* ne peut exister sans une *blockchain*.

Par ailleurs, l'AMF rappelle<sup>3</sup> les trois catégories de jetons :

- les "*utility tokens*" (ou jetons d'usage), ouvrant des droits d'accès à des produits ou services futurs proposés par l'émetteur ;
- les "*security tokens*", offrant à leurs souscripteurs des droits politiques ou des droits financiers (par exemple des droits d'intéressement aux futurs résultats de l'entreprise) les rendant qualifiables d'instruments financiers (titres de capital ou titres de créance) ; et
- les "*payment tokens*" ayant vocation à être utilisés comme une "monnaie"<sup>4</sup> d'échange et une unité de valeur, comme le bitcoin, et pouvant être transférés, stockés ou échangés électroniquement.

Cette distinction entre les différentes catégories de *tokens* est primordiale puisqu'elle permet de déterminer quel régime juridique est applicable à leur émission. Ainsi, une émission de *security tokens*, assimilables à des instruments financiers, doit respecter les règles applicables aux offres au public de titres financiers, dont l'obligation d'établir un prospectus soumis au visa préalable de l'AMF.

Selon l'AMF, la grande majorité des ICO recensées porte sur des "*utility tokens*", tandis qu'une faible minorité des ICO porte sur des *tokens* assimilables à des instruments financiers.

Toutefois, grâce à la technologie de la *blockchain*, au fait que la plupart des jetons sont basés sur des *smart contracts* standardisés (par exemple les *tokens* "ERC20") et à l'existence de plateformes d'échange, les jetons acquis à l'occasion d'une ICO peuvent ensuite être échangés sur le marché secondaire sur la base d'un prix déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande.

De fait, certains *tokens*, bien qu'*a priori* qualifiables de jetons d'usage, peuvent également constituer des supports d'investissement pour leurs souscripteurs. Pourtant, en dehors du fait que le régime de l'intermédiation en biens divers puisse s'appliquer dans certaines circonstances<sup>5</sup>, l'émission de *tokens* utilitaires échappait à toute réglementation. Comme le reconnaît le Ministre de l'économie et des finances, cette situation avait pour avantage de

<sup>3</sup> Voir le Rapport AMF, ICO françaises : un nouveau mode de financement ? prec. cit.

<sup>4</sup> Sans toutefois posséder le statut juridique d'une monnaie.

<sup>5</sup> Tout émetteur de *tokens* mettant en avant, dans une communication, la possibilité d'un rendement financier direct ou indirect serait susceptible d'être qualifié d'intermédiaire en biens divers. Ce statut a pour conséquence l'application de règles de bonne conduite, de règles d'organisation interne (notamment en termes d'assurance) et l'obligation de soumettre toute communication à caractère promotionnel à un contrôle préalable de l'AMF.

laisser libre cours à l'innovation. En revanche, le principal inconvénient tenait au fait que tout type d'émetteur et de projet étaient mis sur le même plan, les souscripteurs n'avaient alors pas les moyens suffisants pour distinguer les offres sérieuses des offres abusives.

Le régime prévu par l'article 26 du projet de loi Pacte vise ainsi à réguler les émissions de jetons d'usage. Les jetons régis par les dispositions applicables aux offres au public de titres financiers, donc les *security tokens*, sont expressément exclus de ce nouveau régime.

Le projet de loi Pacte intègre une définition de l'ICO. Ainsi, "*une offre au public de jetons consiste à proposer au public, sous quelque forme que ce soit, de souscrire à ces jetons*".

Cette définition, très large, s'inspire de la définition d'une offre au public de titres financiers au sens de l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier. En outre, l'article 26 instaure un régime de "placement privé" de jetons, qui est ici défini comme "*une offre de jetons ouverte à la souscription par un nombre limité de personnes*". A la différence des offres au public de jetons, les « placements privés » de jetons ne pourront bénéficier du visa optionnel introduit dans le projet de loi Pacte.

### LA MISE EN ŒUVRE D'UNE RÉGULATION SOUPLE DES ICO

L'objectif affiché par le législateur était de mettre en œuvre une stratégie de régulation suffisamment protectrice pour limiter les asymétries d'information existant entre souscripteurs et émetteurs et suffisamment souple pour inciter l'émergence de bonnes pratiques sans pour autant constituer un frein à l'innovation.

Afin d'assurer un niveau adéquat d'information des souscripteurs, le projet de loi Pacte institue un régime optionnel de visa préalable de l'AMF. L'AMF pourra ainsi examiner, préalablement à toute offre au public de jetons, un document d'information (le *white paper*) devant contenir des informations suffisantes sur (i) les caractéristiques de l'offre de jetons proposée, (ii) les risques afférents à l'offre et (iii) l'identité de l'émetteur des jetons. Les exigences s'appliquant au contenu de chaque *white paper* seront précisées dans le règlement général de l'AMF.

L'obtention du visa sera soumis aux deux conditions préalables suivantes :

- que l'émetteur soit une personne morale établie ou immatriculée en France ; et
- que l'émetteur ait mis en place tout moyen permettant le suivi et la sauvegarde des actifs recueillis dans le cadre de l'offre.

Le visa ne sera donc pas accessible aux émetteurs étrangers souhaitant proposer des jetons auprès de souscripteurs français. En cela, le projet de loi Pacte vise à favoriser l'attractivité du marché français des ICO.

Enfin, les émetteurs de jetons ayant fait l'objet d'un visa seront soumis aux obligations en matière de lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme ("**LCB/FT**"), dont l'obligation d'identifier les souscripteurs des jetons qu'ils émettent (KYC).

Cette exigence constitue un enjeu important vis-à-vis des établissements bancaires auprès desquels les émetteurs sont susceptibles d'ouvrir un compte. Il était crucial que ces établissements soient rassurés sur le fait que les émetteurs de jetons se conforment aux obligations de LCB/FT.

En effet, la plupart des établissements de crédit refusaient d'ouvrir des comptes au bénéfice des émetteurs de jetons. Il s'agit sans aucun doute d'un obstacle de taille à l'attractivité du marché français des ICO puisque les émetteurs français se voyant refuser l'ouverture d'un compte bancaire en France sont nécessairement poussés à émettre des *tokens* à partir d'un pays étranger.

Pour tenter d'y remédier, l'article 26 du projet de loi Pacte introduit le principe d'un accès non-discriminatoire des émetteurs de jetons ayant obtenu le visa de l'AMF aux services de compte de dépôt et de paiement tenus par les établissements de crédit français. En d'autres termes, les émetteurs de jetons ayant obtenu le visa de l'AMF bénéficieront désormais d'un "droit au compte" spécifique, leur permettant d'ouvrir un compte de dépôt et de paiement auprès de tout établissement de crédit français, et ainsi d'y déposer les fonds levés par le biais de l'ICO. Le projet de loi ajoute que tout refus de la part d'un établissement de crédit français devra être motivé auprès de l'ACPR. Afin de renforcer ce "droit au compte", en cas de refus persistant des établissements de crédit, l'émetteur pourra avoir accès à un service de dépôt et de paiement auprès de la Caisse des dépôts et consignations.

Enfin, toute offre ayant obtenu le visa de l'AMF figurera sur une "liste blanche" tenue par l'AMF et disponible auprès du grand public. Ainsi, en consultant la liste blanche, tout potentiel souscripteur français ou étranger sera en mesure de s'assurer que l'émetteur respecte des standards minimums en termes d'information, d'organisation interne et de mesures de protection des souscripteurs. En constituant un "gage de garantie" vis-à-vis de tous souscripteurs potentiels, ces mécanismes de visa et de "liste blanche" représenteront certainement un atout compétitif majeur pour le marché français des ICO, en comparaison de certains marchés étrangers dans lesquels une émission de *tokens* échappe encore à toute régulation.

## L'ÉMERGENCE FUTURE DES FONDS DE CRYPTO-ACTIFS FRANÇAIS

Un nouvel article 26 bis, inséré par amendement au projet de loi Pacte, permet désormais à certains fonds d'investissement alternatifs ("FIA") de droit français d'investir dans des *tokens*. Or, aujourd'hui, cette possibilité est ouverte uniquement aux "Autres FIA", c'est-à-dire des fonds d'investissement répondant aux conditions visées à l'article L. 214-24-I du Code monétaire et financier<sup>6</sup>, qui ne font pas l'objet d'un régime expressément détaillé par le Code monétaire et financier et par le règlement général de l'AMF et qui ne peuvent donc pas être qualifiés de FIA dits de "droit".

Ainsi, les fonds professionnels spécialisés ("FPS") pourront désormais investir dans tous types de biens, y compris des biens dont la propriété est fondée sur un dispositif d'enregistrement électronique partagé<sup>7</sup>. Les FPS sont des FIA professionnels de droit entrant dans la catégorie des "fonds déclarés", c'est-à-dire des FIA non-soumis à un agrément préalable de l'AMF et dans lesquels seuls des investisseurs professionnels ou "assimilés" peuvent investir. Précisons que la possibilité d'investir dans des crypto-actifs sera également ouverte aux organismes de financement spécialisé ("OFS").

Jusqu'alors, et malgré la grande souplesse des règles d'éligibilité des actifs applicables, ces catégories de FIA ne pouvaient pas investir dans des crypto-actifs, en raison du fait que les actifs investis par un FPS devaient justifier d'un droit de propriété fondé sur une "*inscription, un acte authentique ou un acte sous seing privé*".

Cet amendement, reconnaissant que la propriété d'un bien peut être fondée via une *blockchain*, constitue à n'en pas douter une révolution pour le développement du marché des crypto-actifs français, puisqu'elle permet désormais d'y associer les acteurs français de l'industrie de la gestion d'actifs.

Précisons également que l'existence ou l'absence de visa pour une ICO particulière n'aura pas d'impact sur la possibilité pour les FPS d'investir dans les crypto-actifs considérés. Il apparaissait en effet nécessaire aux auteurs de l'amendement de ne pas restreindre le périmètre des

crypto-actifs pouvant être investis par un FPS aux seuls jetons ayant fait l'objet d'une offre au public en France. Ainsi, des *tokens* faisant l'objet d'un "placement privé" ou des *tokens* émis par un émetteur étranger pourront également être investis par des FPS et OFS.

Toutefois, l'article L. 214-154 du Code monétaire et financier exige toujours que les actifs investis par un FPS fassent l'objet d'une "*valorisation fiable sous forme de prix calculé de façon précise et établi régulièrement*". Il conviendra donc aux sociétés de gestion de s'assurer que cette condition tenant à la valorisation du *token* reste remplie, en ayant recours, par exemple, à des évaluateurs de *tokens* indépendants venant valider ou corriger la valorisation établie initialement par l'émetteur de l'ICO.

La capacité pour certains types de FIA d'investir directement dans des jetons représente véritablement une nouvelle étape dans l'innovation financière de la place de Paris et également une source d'inspirations pour des opérations d'ingénierie financière intégrant, à la fois, la gestion d'actifs et les ICO. En effet, pourquoi ne pas envisager des fonds paneuropéens, à l'image des fonds de cryptomonnaies américains, dont l'objet serait « d'incuber » des émetteurs et autres « jeunes pousses » européennes en investissant au titre du tour d'amorçage pré-ICO, voire en mettant en place des fonds dits « maître-nourricier », dont le fonds nourricier offrirait à ces investisseurs une exposition indirecte sur des crypto-monnaies investies par le fonds maître.

Enfin, pourquoi ne pas également envisager des FPS émettant directement des jetons. En effet, le projet de loi Pacte autorise les personnes morales immatriculées en France et ayant mis en place des moyens permettant le suivi et la sauvegarde des actifs à émettre des jetons labélisés. Par conséquent, une société de libre partenariat<sup>8</sup> investissant dans des crypto-monnaies françaises et internationales ne pourrait-elle pas émettre, à titre accessoire, des jetons dont la contrepartie pourrait être en lien avec les émetteurs des actifs sous-jacents ? Bien évidemment cette option devrait se faire en conformité avec les contraintes applicables à un FIA, notamment en cas d'émission d'*utility tokens*<sup>9</sup>.

<sup>6</sup> L'article L. 214-24-I du Code monétaire et financier transposant l'article 4.1(a) de la directive n° 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs dispose que les fonds d'investissement alternatifs sont des fonds d'investissement qui :

"1° Lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, dans l'intérêt de ces investisseurs, conformément à une politique d'investissement que ces FIA ou leurs sociétés de gestion définissent ;

2° Ne sont pas des OPCVM. "

<sup>7</sup> Article L. 214-154, 1° du Code monétaire et financier

<sup>8</sup> La société de libre partenariat est une forme de FPS au sens de l'article L. 214-154 du Code monétaire financier

<sup>9</sup> Le FIA n'a pas pour objet de poursuivre une activité industrielle ou commerciale générale.

### QUID DU RÉGIME FISCAL ?

A ce stade, si l'on ne peut donc que saluer les avancées considérables promises par le projet de loi Pacte en matière réglementaire, il reste à espérer que la même énergie sera insufflée à la construction d'un régime fiscal approprié. Car à défaut de régime fiscal clairement défini, l'on peut sérieusement craindre que les objectifs d'attractivité affichés de la place de Paris ne rencontrent pas le succès escompté.

Or, sur ce point, force est de constater que le compte n'y est pas (encore). Certes, dans le cadre du projet de loi de finances pour 2019, des avancées ont été réalisées en ce qui concerne la fiscalité des porteurs de *tokens*. Ces derniers, s'ils sont résidents de France, pourront être rassurés de se savoir imposés, sur leurs gains occasionnels, à un taux de 12,8% (30% en ce comprises la CSG et la CRDS). Ils pourront également saluer l'absence de taxation des échanges sans soule d'actifs numériques. C'est ce que l'on retiendra des dernières discussions du projet de loi de finances pour 2019 (dernièrement, via un amendement I-810 présenté par le Gouvernement au Sénat le 22 novembre 2018).

L'intention est certainement louable mais elle ne porte que sur la fiscalité des « petits porteurs » de *tokens*, qui plus est des personnes physiques. En réalité, si l'on veut faire de Paris l'un des cœurs du marché des ICO, il faudrait surtout s'atteler au régime fiscal des émetteurs. Cela répondrait à un double objectif de gestion financière de l'émetteur (gageons qu'un émetteur sérieux se refusera à émettre des *tokens* depuis la France s'il n'a pas d'idée claire de son régime fiscal) mais également de sécurité des porteurs (la solidité financière de l'émetteur, et donc la valeur de ses *tokens*, dépend notamment de la prévisibilité de la fiscalité).

Cela étant, il ne faut pas sous-estimer la tâche que cela représente pour le législateur. En effet, sous beaucoup d'aspects, les ICO mettent les concepts fiscaux traditionnels à l'épreuve. L'on pense surtout aux *tokens* d'usage qui concentrent l'essentiel de l'attention des émetteurs potentiels pour des raisons évidentes de souplesse des règles liées à leur émission. Deux questions se posent en substance : celle de l'assujettissement à l'impôt sur les sociétés ("IS") de l'émission de *tokens* et celle de l'assujettissement à la TVA.

En ce qui concerne la première, la problématique essentielle tient au fait qu'à première vue, une émission de *tokens* d'usage se traduit par une entrée de trésorerie (ou de *payment tokens*) sans contrepartie immédiate au passif du bilan. Il y a là donc une variation d'actif net potentiellement imposable à l'IS. Cela a du sens puisque les jetons d'usage représentent le prix de prestations de services ou de livraisons de biens à réaliser. Mais à l'évidence, à la date d'une émission, lesdites prestations n'ont pas encore été réalisées et personne n'en connaît donc le prix de revient. En

d'autres termes, une ICO se solde par l'encaissement du prix d'une prestation dont on ne connaît pas encore la marge. Difficile d'imaginer alors que l'IS pourrait s'appliquer sur le produit brut d'une ICO dans ces conditions.

Sur ce point, c'est via la comptabilité que la solution a été amorcée. Dans un règlement 2018-07 du 10 décembre 2018 modifiant le règlement ANC 2014-03 du 5 juin 2014 relatif au Plan Comptable Général (en cours d'homologation), l'Autorité des Normes Comptable a opté pour la comptabilisation en produit constaté d'avance, à rapporter au résultat selon l'avancement de la réalisation de la prestation ou livraison correspondante. En toute logique, l'IS devrait suivre. L'imposition du produit de l'émission ne devrait intervenir que progressivement, à mesure de la réalisation des prestations sous-jacentes. Si l'on peut raisonnablement s'interroger sur la définition du *timing* de la réalisation d'une prestation telle que la conception d'une application ou d'un logiciel, nous anticipons déjà, à minima, qu'à proprement parler, une émission de *tokens* d'usage relatifs à des prestations futures pourrait ne pas entraîner d'assujettissement immédiat à l'IS.

Le point est très positif mais des interrogations demeurent. Entre autres, qu'en est-il des *tokens* auto-détenus par l'émetteur d'une ICO ? Sous cet angle, le règlement ANC semble indiquer que les *tokens* détenus sans intention d'utiliser les services ou biens sous-jacent devront être évalués à leur valeur vénale à la clôture de chaque exercice. Il serait particulièrement dommageable que cette constatation d'une variation de valeur se traduise par une imposition à l'IS. Si cela devait néanmoins se confirmer, la volatilité inhérente à ce type d'instrument pourrait justifier une dose de souplesse dans l'utilisation ou le report de pertes y afférentes.

Le second point a trait à la TVA. Les commentateurs reconnaissent unanimement qu'un *token* d'usage doit, *in fine*, donner lieu à facturation et collecte de TVA. Ici encore, l'originalité tient au fait que l'on parle d'une opération par laquelle le prix d'une prestation (gouvernant en principe l'exigibilité) intervient avant la réalisation de son fait générateur (par hypothèse, la prestation n'existe pas encore). Mais on ne peut pas pour autant dire que le produit d'une ICO est constitutif d'un acompte le prix (qui supposerait l'application de la TVA). En réalité, il est plus tentant de considérer qu'au stade de l'émission, il y a un défaut (provisoire) de lien direct entre la prestation et la contrevaletur reçue et donc, que la TVA ne saurait être exigible immédiatement. Cela étant, sans intervention législative ou mise à jour de la base BOFip, il reste difficile de se contenter de cela. L'impératif de sécurité juridique commande qu'une vision claire soit apportée aux modalités d'application de la TVA aux ICO ainsi qu'à leurs modalités de facturation.