

## Les ICO : un nouveau mode de financement ?

*ICO : Initial Coin Offering. Robert Ophèle, nouveau Directeur Général de l'AMF, a placé ce phénomène au centre de son premier discours public, et lancé une consultation publique sur les ICO le 26 octobre 2017, envoyant un signal encourageant aux utilisateurs de crypto-monnaies, aujourd'hui à la fois stars et persona non grata dans de nombreux pays.*

Ce mode de financement est à la fois très récent, et en très forte croissance : la première levée de fonds remonte à 2013. Les chiffres sont vertigineux : un rythme de 30 opérations par jours en 2017, drainant plus de 3 milliards de dollars. La première en France a eu lieu en novembre 2016, avec Beyond the Void, une start-up de jeu vidéo, pour 110.000 euros ; suivie en avril 2017 par la start-up lyonnaise iEx.ec qui a levé 12 millions de dollars en trois heures pour son infrastructure cloud décentralisée ; puis Domraider, en septembre, pour 35 millions d'euros.

Le système repose sur la performance de robots décryptant des formules mathématiques à grande vitesse. De la même façon que les robots surperformants du HFT (High Frequency Trading) ont révolutionné le fonctionnement des salles de marché dans les années 2010, l'intelligence artificielle appliquée aux cryptomonnaies pourrait bouleverser le financement des entreprises. Aujourd'hui, les autorités de tutelle adaptent leur réglementation à grande vitesse : l'Estonie, pays de la zone euro, a annoncé fin août une émission en crypto-monnaie nationale, ouvrant la voie à plusieurs autres pays ; les Etats-Unis ont reconnu les crypto-monnaies comme actifs immatériels, et ont défini un cadre fiscal. L'AMF a ouvert une consultation pour prendre position sur les ICO. Aucun pays n'a encore cependant imposé aux « crypto-monnayeurs » les mêmes règles de gouvernance que celles auxquelles sont soumises les sociétés opérant en monnaie classique. L'Hebdo des AG fait le point.

### Les principes fondamentaux des crypto-monnaies : transparence et décentralisation

- Les mathématiques au cœur du système ; le rôle de la Chine
- Les ICO sont aujourd'hui la principale utilisation des crypto-monnaies
- Les différences avec une levée de fonds « classique » : le temps, l'objet de l'investissement, le vote en assemblée générale, la fiscalité – le cadre qu'apporte, ou impose, un environnement réglementé
- L'Estonie, pays de la zone euro, pourrait être le premier Etat à lancer une émission en crypto-monnaie nationale
- Les autorités de tutelle ont des avis divergents sur les ICO – avec l'AMF, la France semble se préparer à les reconnaître dans un cadre régulé

## 1. Les principes fondamentaux des crypto-monnaies : transparence et décentralisation

Les adeptes des crypto-monnaies expliquent qu'elles ont été inventées pour échapper au système bancaire classique, éviter les intermédiaires, décentraliser un système normalement détenu par des autorités gouvernementales.

Il existe aujourd'hui environ 850 monnaies virtuelles. Le Bitcoin est la plus connue. Créé en octobre 2008 par Satoshi Nakamoto (longtemps resté anonyme et dont l'identité n'est toujours pas confirmée aujourd'hui), le Bitcoin célèbre donc bientôt ses dix ans d'existence.

À l'origine, il s'agit d'un logiciel fondé sur la technologie de la blockchain qui permet d'échanger de la monnaie de manière virtuelle et d'enregistrer de manière infalsifiable tous les échanges réalisés depuis la première utilisation.

Ainsi, le système blockchain rend l'utilisation des Bitcoins totalement **transparent**.

Le deuxième point fondamental du système Bitcoin (et de toute autre monnaie virtuelle) est la **décentralisation**. En effet, ces monnaies ne reposent sur aucune structure gouvernementale existante, elles ne sont adossées à aucune monnaie, n'ont pas de valeur intrinsèque. Il n'existe pas de système centralisateur et régulateur dans cet espace d'échanges. C'est un système de paiement de pair à pair complètement décentralisé avec un livre de comptes ouvert et consultable par tous.

### Les mathématiques au cœur du système; le rôle de la Chine

Schématiquement, le logiciel comporte deux colonnes : celle regroupant les numéros de compte des utilisateurs et celle faisant état des transactions et la balance du compte de chacun. Dans ce sens, c'est exactement le même système que les comptes bancaires « classiques » : on débite et on crédite les comptes concernés par la transaction.

Mais sans autorité centralisatrice, sans intermédiaire, comment éviter la fraude ? Le système repose principalement sur les mathématiques. Chaque transaction demande une signature mathématique et cryptée établie à partir d'une « clé » que seul le réel détenteur du compte connaît. La signature utilise les techniques de cryptographie. Chaque compte a une clé unique qui lui est associée.

Qui vérifie que les clés sont bien authentiques ? Qui met à jour le livre de comptes ? En réalité, s'acquitte de cette tâche qui le souhaite. À chaque instant, plusieurs transactions sont effectuées. Tous les changements de balance du « livre » sont notifiés aux utilisateurs du réseau mais puisque c'est un système décentralisé et global, il a fallu trouver un moyen de palier le décalage horaire dans l'inscription et la validation des transactions.

Ceux qui souhaitent endosser ce rôle de vérificateurs sont appelés des « maintainers » : puisque le système est global, il arrive qu'il y ait des décalages de compte entre plusieurs utilisateurs, ce qui revient à dire qu'il existe plusieurs version du livre de comptes à la fois, ce qui n'est pas possible.

Alors, pour décider quelle version sera adoptée par tous les utilisateurs, les maintainers participent à un vote « démocratique » basé sur les mathématiques : on leur soumet une énigme mathématique fondée sur leur version du livre de comptes. Le premier qui arrive à résoudre l'énigme le notifie et c'est sa version qui sera utilisée pour mettre à jour toutes les autres.

Le fait de participer à cette maintenance du livre n'est pas désintéressé : pour chaque solution trouvée, le participant reçoit une somme en Bitcoins. C'est ce qu'on appelle « miner ». Aujourd'hui, 70% des Bitcoins sont « extraits » de mines situées en Chine.

## 2. Les ICO sont aujourd'hui la principale utilisation des crypto-monnaies

En avril 2017, on recensait plus de 12 millions de portefeuilles en crypto-monnaie dans le monde.

La crypto-monnaie, de par son essence virtuelle, ne permet pas encore de s'acheter des biens de consommation à l'exception de quelques fournisseurs de biens ou de services qui acceptent cette monnaie en tant que moyen de paiement. Mais cette nouvelle technologie s'est imposée dans les échanges entre les entreprises et les investisseurs. Sur la seule année 2017, 3 milliards de dollars ont été récoltés par des ICO, on compte environ 30 ICO par jour, des centaines de hedge funds spécialisés dans les ICO ont été créés (comme Pantera Capital, par exemple, estimé à 100 millions de dollars, qui n'investit qu'en jetons).

Le but initial d'une ICO est de permettre à des entreprises de trouver des fonds de façon différente d'un financement classique – entrée en bourse, capital-risque, endettement, ....

Les sociétés qui lancent des ICO sont aujourd'hui pour la plupart des start-ups qui utilisent la technologie blockchain comme base de leur produit ou de leur service. Les ICO ont les mêmes « racines » que le crowdfunding : des particuliers peuvent investir dans un projet pour être sûrs de recevoir ce produit une fois la commercialisation lancée. Dans le cas d'une ICO, les investisseurs apportent leur crypto-monnaie (la plupart du temps, l'Ether, crypto-monnaie qui concurrence le Bitcoin) pour acheter des « jetons » (tokens en anglais). Ces jetons sont des crypto-monnaies qui, avec le développement et le succès de la société, vont s'apprécier ou se déprécier sur le marché. Ils permettent également aux investisseurs de dépenser ces jetons pour utiliser les services proposés par leurs plateformes dans l'avenir.

**850** monnaies virtuelles dans le monde

**12 millions** de portefeuilles en cryptomonnaie dans le monde en avril 2017

**3 milliards** de dollars levés par ICO en 2017 dans le monde

**30** ICO par jour en 2017

### 3. Les différences avec une levée de fonds « classique » : le temps, l'objet de l'investissement, le vote en assemblée générale, la fiscalité – le cadre qu'apporte, ou impose, un environnement réglementé

Même s'il s'agit dans les deux cas de participer au développement d'une société en apportant des moyens financiers, il existe des différences majeures entre une ICO et une levée de fonds réglementée (entrée en bourse, émission obligataire, levée auprès de capital-risqueurs) :

- **Le temps** : alors qu'une levée de fonds demande plusieurs mois de préparation, de nombreuses rencontres, une documentation juridique comme l'établissement des statuts, un pacte d'actionnaires, des délais de négociations, des présentations, une ICO lève des millions d'euros en quelques dizaines de minutes, voire en quelques dizaines de secondes. La présentation est résumée dans un « white paper » dans lequel la société décrit son projet : ce « white paper » sert aux investisseurs à évaluer le potentiel du projet. La start-up « Brave », par exemple, a ainsi réalisé une levée de 35 millions de dollars en 30 secondes.
- **L'objet de l'investissement** : lors d'une levée de fonds, les investisseurs détiennent une partie de la société en rentrant au capital alors que dans le cas d'une ICO, il n'est pas question d'avoir des « droits » au sein de cette société, il s'agit juste d'acquérir la possibilité future d'utiliser un service.
- **Le vote en assemblée générale** : lors d'une IPO, la société doit convoquer une réunion de l'assemblée générale afin d'approuver l'entrée au capital de certains investisseurs, ce qui n'est absolument pas le cas d'une entreprise qui a recours à une levée de fonds en crypto-monnaie. De toute façon, les participations ne sont pas liées à une personne mais à un compte crypté. Ainsi, n'importe qui peut participer à une ICO, la société ne connaît pas l'identité des participants.
- **La fiscalité** : le fait d'investir dans une ICO n'est pas freiné par la possibilité d'être taxé car l'État ne peut intervenir que sur des monnaies réelles. Tant que les crypto-monnaies ne sont pas converties en euros, par exemple, elles n'existent simplement pas, cela reste entièrement virtuel. Certains utilisateurs peuvent donc posséder des fortunes en crypto-monnaies mais ne pas voir d'impact sur leur fiscalité. Ce n'est pas un patrimoine qui peut être soumis à l'ISF, par exemple.

En d'autres termes, les garde-fous protégeant l'investisseur sur les levées de fonds « classiques » sont absents en ce qui concerne les ICO.

**2008:** création du Bitcoin

**2013:** premier ICO dans le monde

**2016:** premier ICO en France

#### **4. L'Estonie, pays de la zone euro, pourrait être le premier État à lancer une émission en crypto-monnaie nationale**

Les crypto-monnaies, par nature, ne sont pas régulées par les systèmes de change habituels. Mais pourraient-elles être émises par des États ? L'Estonie pays traditionnellement avant-gardiste en matière de numérique (son administration est considérée comme une des plus avancées au monde : on y trouve une e-ambassade, ses citoyens peuvent voter électroniquement et disposent d'une citoyenneté numérique), a annoncé par voie de presse le 21 Août 2017 que l'État estonien envisage une ICO (Initial Coin Offering), qui permettrait au pays de lever des fonds et de mettre en place les « Estcoins » qui pourraient être gérés par la République d'Estonie. L'État estonien conseillé sur le projet par Vitalik Buterin, qui a fondé l'Ethereum en 2014. L'Estonie, pourtant, fait partie de la zone euro : comment cet ICO national s'articulera-t-il avec l'euro ?

**La Russie, l'Australie, l'Islande et le Qatar étudient aussi la piste d'une crypto-monnaie nationale.**

#### **5. Les autorités de tutelle ont des avis divergents sur les ICO – avec l'AMF, la France semble se préparer à les reconnaître dans un cadre régulé**

Les ICO aussi commencent à s'inscrire dans un cadre régulé par des autorités de marché, dès lors que les tokens (jetons) seraient légalement considérés comme des titres.

Fin Juillet 2017, aux États-Unis, la SEC a jugé que les jetons étaient assimilables à des actifs financiers, car les investisseurs pouvaient en tirer un profit (à travers la plus-value d'une conversion de la crypto-monnaie vers les dollars) et qu'ils étaient donc assujettis comme les actions à l'impôt sur les plus-values.

**Le Canada et Singapour sont allés dans le même sens**

Les ICO ayant lieu sur le territoire chinois, en revanche, ont été gelés car le gouvernement a estimé en septembre 2017 qu'elles avaient « sérieusement perturbé l'ordre économique et financier du pays. » Cependant, cela risque de changer puisqu'à la suite du 19ème congrès national du parti communiste chinois, la ligne économique du pays pourrait prendre un tournant encore plus libéral en s'appuyant sur la force des « mineurs de Bitcoins » chinois. D'autres pays comme la Russie, le Canada, le Royaume-Uni n'interdisent pas les ICO mais ne se montrent pas favorables au développement de cette nouvelle manœuvre financière. La FCA, en septembre, a par exemple souligné que les ICO sont des « investissements à hauts risques » et que les investisseurs devaient être prêts à tout perdre.

La France se positionne comme un pays ouvert à cette nouvelle « tendance financière ». L'AMF, en lançant une consultation publique fin Octobre 2017, envisage trois solutions : « promouvoir un guide de bonnes pratiques », « étendre le champ des textes existants pour appréhender les ICO comme des offres de titres au public » ou « proposer une nouvelle législation adaptée aux ICO ».