

Faculté de droit et de criminologie

**La place des *Initial Coin Offerings*
dans le paysage juridique européen.
Quelques leçons de droit américain.**

Auteur : Thomas Caulier

Promoteur : Philippe Malherbe

Année académique 2018-2019

Master en Droit, finalité droit européen

Plagiat et erreur méthodologique grave

Le plagiat, fût-il de texte non soumis à droit d'auteur, entraîne l'application de la section 7 des articles 87 à 90 du règlement général des études et des examens.

Le plagiat consiste à utiliser des idées, un texte ou une œuvre, même partiellement, sans en mentionner précisément le nom de l'auteur et la source au moment et à l'endroit exact de chaque utilisation*.

En outre, la reproduction littérale de passages d'une œuvre sans les placer entre guillemets, quand bien même l'auteur et la source de cette œuvre seraient mentionnés, constitue une erreur méthodologique grave pouvant entraîner l'échec.

* A ce sujet, voy. notamment <http://www.uclouvain.be/plagiat>.

Résumé de mémoire

Depuis son invention en 2014, l'*Initial Coin Offerings* (ICO) connaît une ascension fulgurante, permettant de lever plus de \$6 milliards en 2018. Louée pour son potentiel de démocratisation de l'accès aux capitaux, l'ICO est également décriée pour les risques de fraude et de blanchiment d'argent qu'elle comporte. Nébuleuse, sorte d'hybride entre les offres publiques traditionnelles et le « *crowdfunding* », l'ICO croît et prospère dans le vide juridique. C'est sur ce constat que se base ce mémoire. Convaincus que le droit européen se doit de l'accueillir en son sein, nous nous sommes attelés à rechercher et à dessiner les contours d'une initiative régulatrice européenne réaliste. Cela nous a mené à traverser l'océan atlantique afin d'analyser quel traitement l'Oncle Sam réserve aux ICO's et déterminer la mesure avec laquelle ce traitement était transposable au droit communautaire. Nous avons constaté que l'approche de la *Security and Exchange Commission* (le régulateur américain des marchés financiers) consistait à déterminer si les actifs numériques émis lors d'ICO constituaient des « contrats d'investissements », sous-catégorie de la notion de « *security* ». Pour ce faire, la SEC leur applique le « *Howey Test* ». Elle conclut à un contrat d'investissement lorsque « le projet implique un investissement d'argent dans une entreprise commune dont le profit dérive exclusivement des efforts d'autrui » et, partant, à l'application du *Security Act* de 1933. Nous retenons que l'approche américaine permet l'application du cadre légal existant aux ICO's, est articulée autour de la notion de « valeur mobilière » (« *security* »), à laquelle il est donné une interprétation substantielle, flexible, évolutive, qui prend en compte le contexte commercial et économique et qui est fondée sur l'intention spéculative sous-jacente à l'opération. Nous explorons ensuite si cette approche est transposable au droit européen et nous concluons que dans l'état du droit européen actuel, l'ICO pourrait être sujette à l'application du cadre légal sur les marchés financiers lorsque l'intention qui a présidé à la vente des actifs numériques émis lors de l'ICO a été, dans le chef des deux parties à la transaction, spéculative. Enfin, le mémoire analyse l'éventuelle application du règlement prospectus et de la directive MIF ainsi que les éventuels obstacles liés aux caractéristiques propres de l'ICO et des actifs numériques émis.

Remerciements

Je tiens à remercier mon promoteur, Monsieur Philippe Malherbe, pour ses précieux conseils et son suivi durant ces deux dernières années.

Je tiens également à remercier Monsieur Thomas Linard de Guertechin pour avoir pris le temps de répondre à mes questions.

Enfin, je tiens à remercier mes parents pour leur indéfectible soutien tout au long de cette épreuve.

Table des matières

Introduction

Chapitre 1: L'Initial Coin Offering (ICO)	16
Section 1: Éléments caractéristiques	16
Sous-section 1.1: « Émission de crypto-actifs »	16
Sous-section 1.2: « La technologie de registre distribué »	17
Sous-section 1.3: « Le contrat intelligent »	19
Section 2: L'Initial Coin Offering en pratique	19
Sous-section 2.1: Phase de préparation	19
Sous-section 2.2: Phase d'exécution	20
Sous-section 2.3: Phase de mise en oeuvre	22
Sous-section 2.4: Exemples	22
Section 3: Catégories de crypto-actifs	22
Sous-section 3.1: Le « jeton-utilité » (« <i>utility token</i> »)	22
Sous-section 3.2: Le « jeton-investissement » (« <i>investment token</i> »)	23
Sous-section 3.3: Le « jeton-paiement » (« <i>currency token</i> »)	24
Chapitre 2: L'appréhension des ICO's par le droit américain	26
Section 1: L'application du <i>Securities Act</i> de 1933	27
Section 2: le « <i>Howey Test</i> »	28
Sous-section 2.1: La notion de « contrat d'investissement »	28
Sous-section 2.2: La qualification de « contrat d'investissement »	29
Section 3: Les exemptions	36
Sous-section 3.1: La <i>Section 4 (a) (2) 15 U.S.C. § 77d (a) (2)</i>	36
Sous-section 3.2: La « <i>Regulation D</i> »	37
Chapitre 3. Vers une approche européenne des ICO's: quelques leçons de droit américain	39
Section 1: L'appréhension des ICO's à travers le cadre légal existant	39
Section 2: L'articulation de l'approche autour de la notion de « valeur mobilière »	40
Sous-section 2.1: Remarque préliminaire: les différences d'approche entre droit américain et droit européen	41
Sous-section 2.2: La valeur mobilière en droit européen	42
Sous-section 2.3: La valeur mobilière n'est pas un instrument de paiement	47
Section 3: L'approche substantielle, flexible, évolutive, prenant en compte le contexte commercial et économique et se fondant sur l'existence d'une intention spéculative	48
Sous-section 3.1: La directive MIF et le « test de comparabilité »	48
Sous-section 3.2: La jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne: l'arrêt « Hedqvist »	49
Sous-section 3.3: Application aux crypto-actifs émis lors d'ICO's	49
Section 4: Application du règlement prospectus	52
Sous-section 4.1: Les ICO's dont le montant total dans l'Union est inférieur à 1 000 000 EUR calculé sur une période de douze mois	53
Sous-section 4.2: Les ICO's dont le montant total dans l'Union est supérieur à 1 000 000 EUR mais inférieur à 8 000 000 EUR, calculé sur une période de douze mois	53
Sous-section 4.3: Les ICO's dont le montant total dans l'Union est supérieur à 1 000 000 EUR mais inférieur à 20 000 000 EUR calculé sur une période de douze mois	54
Sous-section 4.4: Les ICO's dont le montant total dans l'Union est supérieur à 20 000 000 EUR, calculé sur une période de douze mois	56
Sous-section 4.5: « <i>Safe harbours</i> »: les « offres publiques exemptées de prospectus »	57
Section 6: Application de la directive MIF	58
Sous-section 6.1: Application <i>ratione personae</i>	59
Sous-section 6.2: Application <i>ratione materiae</i>	60
Sous-section 6.3: Application <i>ratione loci</i>	61
Conclusion	62
Bibliographie	63
Annexes	75

Introduction

En 2014, un informaticien nommé J. WILLETT monte sur le podium de la conférence *Bitcoin* à San Jose, Californie, afin de présenter son nouveau projet. Depuis deux ans, il travaille sur un mécanisme alliant crypto-monnaies, contrats intelligents et technologie de registre distribué (voyez *infra*) ayant pour objectif de « fournir des fonds dans le but de recruter des développeurs afin de créer des nouveaux logiciels (...) ainsi que récompenser ses primo-usagers¹ ».

Depuis l'*Initial Coin Offering* (ci-après: « ICO ») connaît une croissance vertigineuse. Il ne lui aura fallu que cinq ans pour surpasser pour la première fois le mécanisme de capital-risque dans le financement de start-up innovantes.² En 2018, l'ICO a permis de lever plus de \$6 milliards (voyez l'annexe 1).³ Simple, rapide, moins onéreuse que les moyens traditionnels de levée de fonds⁴, elle se profile comme un vecteur de démocratisation de l'accès aux capitaux. D'aucuns sont les auteurs et analystes qui estiment qu'elle détient le potentiel de perturber d'autres mécanismes financiers - tel que l'entrée en bourse - à terme.⁵

À cette date, il n'existe pas de définition légale de l'ICO, ni de notion uniforme généralement acceptée.⁶ L'ICO est définie dans le cadre de ce mémoire comme une méthode de levée de fonds⁷ fonctionnant via l'émission de crypto-actifs⁸ (ou « jeton », voire « *token* »⁹) échangeables contre des crypto-monnaies (*Bitcoin*, *Ethereum*¹⁰) ou de la monnaie ayant cours légal (« *fiat money* »)¹¹ durant la

¹ L. SHIN, « Here's the Man Who Created ICOs and Is The New Token He's Backing », *Forbes*, 21 septembre 2017, disponible en ligne sur: <https://www.forbes.com>, consulté le 5 mai 2018.

² P. VIGNA, « A Primer on the Initial Coin Offering », *Wall St. J.*, 4 octobre 2017, disponible en ligne sur <https://www.wallstreetjournal.com>, consulté le 2 mai 2018.

³ J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *Hastings L.J.*, Vol. 70, 2019, p. 463.

⁴ *Ibid.*, p. 482; W. KAAL, « Initial Coin Offerings: The Top 25 Jurisdictions and Their Comparative Regulatory Responses », *Stan. J. Blockchain L. & Pol'y*, Vol. 1, 2018, p. 4.

⁵ M. DELL'ERBA, « Initial Coin Offerings: The Response of Regulatory Authorities », *N.Y.U. J.L. & Bus.*, Vol. 14, 2018, p. 1120; A. LENNART, P. SANDNER, et I. FIEDLER, « Blockchain-Based ICOs: Pure Hype or the Dawn of a New Era of Startup Financing? », *J. of Risk and Fin. Man.*, 2018, p. 13; J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 485.

⁶ H. WAGNER, « ICO's - Luxembourg legal aspects », in *Les services financiers dans un monde digital. La vie du droit bancaire et financier*, Anthemis, 2019, p. 51.

⁷ A. WISNIEWSKA, « The Initial Coin Offering – challenges and opportunities. », *Cop. J. of Fin. & Accounting*, Vol. 7, 2018, p. 103.

⁸ M. MEADOWS, « The Evolution of Crowdfunding: Reconciling Regulation Crowdfunding with Initial Coin Offerings », *Loy. Consumer L. Rev.*, Chicago School of Law, Vol. 30, 2018, pp. 279-280; D. ZETZSCHE, R. BUCKLEY, D. ARNER et L. FÖRH, « The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators », *University of Luxembourg Law*, Working Paper No. 11/2017, 1 février 2017, p. 6.

⁹ Aussi appelés « *software pre-sale tokens* » ou « *digital coupons* » (A. SNYERS et K. PAUWELS, « De ITO: A new kid on the block in het kapitaalmarktenrecht », *Bankrecht en financieel recht / Droit bancaire et financier (R.D.F.)*, 2019/2, p. 186).

¹⁰ M. MEADOWS, « The Evolution of Crowdfunding: Reconciling Regulation Crowdfunding with Initial Coin Offerings », *op. cit.* (voy. n 8), pp. 282-281.

¹¹ N. CROSSER, « Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain Utility Tokens Securities? », *Kansas L. Rev.*, Vol. 67, p. 380.

phase de démarrage d'un projet.¹² Les actifs numériques émis peuvent être utilisés avec le logiciel sous-jacent appelé à être développé au moyen des fonds soulevés¹³ ou être échangés via des plateformes d'échange virtuelles.¹⁴ L'ICO combine ainsi des éléments des offres publiques traditionnelles et des opérations de *crowdfunding*.¹⁵

Technologie complexe, sa mise en contexte permet une meilleure appréhension de ses tenants et aboutissants. L'ICO est l'aboutissement de la convergence entre un mouvement de désintermédiation et de décentralisation bancaires et financières, la mondialisation des marchés financiers et la démocratisation de l'accès aux capitaux qui s'est accélérée dans la foulée de la crise financière de 2008.

Le mouvement de désintermédiation bancaire apparaît durant dans les années 70' suite à l'effondrement du système de Bretton Woods et à l'avènement du mouvement de dérégulation et de libéralisation financière internationale.¹⁶ Les entreprises s'aventurent alors de plus en plus hors du secteur bancaire en quête de capitaux - voire commencent à émettre de la dette elles-mêmes - renforçant la concurrence entre secteurs bancaires et non-bancaires.¹⁷

En conséquence, les années 80 et 90 connaissent une importante envolée du nombre d'appels publics à l'épargne.¹⁸ Progressivement, la forte dépendance des entreprises au financement bancaire s'atténue au profit du financement par les marchés financiers¹⁹. Ce mouvement a connu un coup d'accélérateur avec la crise financière, laquelle, couplée aux régulations bancaires, a diminué davantage les ressources disponibles pour les petites et moyennes entreprises (ci-après « PME »).²⁰

¹² T. BONNEAU, « Chapitre II: L'impact technologique » in *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruxelles, Bruylant, 2018, p. 829; M. DELL'ERBA, « Initial Coin Offerings: The Response of Regulatory Authorities », *op. cit.* (voy. n 5), p. 1113; M. ORCUTT, « What the Hell Is an Initial Coin Offering? », *MIT. Tech. Rev.*, 6 septembre 2017, disponible sur <https://www.technologyreview.com/s/608799/what-the-hell-is-an-initial-coin-offering/>, consulté le 2 mai 2018.

¹³ M. DELL'ERBA, « Initial Coin Offerings: The Response of Regulatory Authorities », *op. cit.* (voy. n 5), p. 1113.

¹⁴ En 2017, l'on recensait plus d'une quarantaine de plateformes d'échange de monnaie virtuelle ou crypto-monnaie (T. LEA, « Venture capital 3.0: the initial coin offering explained », *Fin. Rev.*, 3 mai 2017, disponible en ligne sur: <http://www.afr.com/technology/venture-capital-30-the-initial-coin-offering-explained-20170502-gvxhos>), consulté le 3 mai 2018.

¹⁵ A. PARLOW, « Securities Liability And The Role Of D&O Insurance In Regulating Initial Coin Offerings », *U. of Penn. L. Rev.*, Vol. 167, 2018, p. 213.

¹⁶ M. FLANDREAU, « Le début de l'histoire: globalisation financière et relations internationales », *Politique étrangère* 3-4/2000, p. 673.

¹⁷ L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, 2e édition, Larcier, Bruxelles, 2011, pp. 94-95; C. WHITEHEAD, « The Evolution of Debt: Covenants, the Credit Market, and Corporate Governance », *Iowa J. Corp. L.*, Vol. 64, 2009, pp. 641-642.

¹⁸ C. VAN DER ESCHT, « The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization », in *Capital Markets and Company Law* (sous la dir. de K. HOPT and E. WYRMEERSCH), Oxford University Press, 2003, pp. 3-4.

¹⁹ Commission européenne, *Proposition pour une Directive du Parlement européen et du Conseil sur les services d'investissement et les marchés régulés (COM (2002) 625)*, memorandum explicatif, pp. 3-5; E. FERRAN, *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, United Kingdom, 2004, p. 15.

²⁰ Bâle III, en augmentant les exigences en capital, fit pression sur les « *Return on Equity* » et poussa les banques à être plus prudentes dans l'octroi de crédit. Cela eût un impact négatif sur la disponibilité des instruments financiers pour les

En parallèle, l'avènement du *World Wide Web* et l'innovation technologique contribuent à la création d'un véritable « cyber-espace financier » en accélérant la mondialisation des marchés financiers,²¹ notamment en permettant les transactions électroniques.²² La dématérialisation progressive des titres négociables permet également des échanges plus rapides, renforçant la liquidité des marchés ainsi que la réduction des coûts d'émission et de traitement de valeurs.²³

La multiplication des marchés de capitaux qui s'ensuit est saisie en plein vol par le législateur européen. En 2004, par le truchement de la directive MIF, il assène un coup de boutoir au monopole des bourses traditionnelles en mettant fin à l'obligation de centralisation des ordres sur les marchés réglementés et en autorisant de nouvelles plateformes de négociation (les plateformes de négociation multilatérales et l'internalisation systématique)²⁴, renforçant ainsi la concurrence entre les divers lieux et modes d'exécution des ordres.²⁵

Au mouvement de décentralisation de l'accès aux marchés financiers est venu se greffer un mouvement de démocratisation de celui-ci via l'avènement du « *crowdfunding* » et du « prêt de pair-à-pair » (« *peer-to-peer lending* ») ainsi que d'un système bancaire parallèle (« *shadow banking* »).²⁶

Selon M. DELL'ERBA, l'ICO s'inscrit dans la continuité de ce mouvement de désintermédiation et de démocratisation de l'accès aux capitaux. En effet, l'ICO permet au petit entrepreneur ne disposant pas de contacts avec des investisseurs professionnels²⁷ d'accéder aux liquidités nécessaires afin de lancer sa start-up sans devoir passer par le secteur bancaire, ni même par le secteur non-bancaire, échappant ainsi à l'emprise des autorités de contrôle des marchés financiers²⁸ et brisant, au passage, le « monopole historique des agents de change²⁹ ».

Régulée, l'ICO dispose du potentiel de démocratiser l'accès aux capitaux³⁰ et ce, sans les forcer à devoir abandonner une part de leur droit de propriété entre les mains de tiers investisseurs comme c'est

PME(voy. European Banking Authority, *Overview Of The Potential Implications Of Regulatory Measures For Banks' Business Models*, 2015).

²¹ A. COURET et H. LE NABASQUE, *Droit financier*, 2e édition, Dalloz, Paris, 2012, p. 1170; L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, op. cit. (voy. n 17), p. 95; T. BONNEAU, « Chapitre II: L'impact technologique », op. cit. (voy. n 12), p. 829. et p. 779; H. DE VAUPLANE et J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, éditions Litec, Paris, 2001, p. 344.

²² M. GIOVANOLI, « Legal Aspects of Standard-Setting », in *International Monetary Law* (sous la dir. de M. GIOVANOLI), Oxford University Press, 2000, pp. 3-5.

²³ L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, op. cit. (voy. n 17), pp. 245-246.

²⁴ J. ANTOINE, M.-C. CAPIAU-HUART, *Titres et bourses. Tome 2: Marchés - Transactions - Placements*, 3e édition, Cahiers financiers, Larcier, Bruxelles, 2012, p. 21.

²⁵ M. PRADA, « Une nouvelle organisation des marchés: les enjeux de la directive MIF », in *Le devenir des bourses de valeurs*, Revue d'économie financière n° 82, p. 41 et s.

²⁶ M. DELL'ERBA, « Initial Coin Offerings: The Response of Regulatory Authorities », op. cit. (voy. n 5), p. 1118.

²⁷ « Early-stage investors » (voy. T. MURPHY, « Playing to a New Crowd: How Congress Could Break the Startup Status Quo by Raising the Cap on the Jobs Act's Crowdfunding Exemption », *B.C. L. Rev.*, Vol. 58, 2017, p. 784.

²⁸ J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », op. cit. (voy. n 3), p. 465.

²⁹ L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, op. cit. (voy. n 17), p. 74.

³⁰ C. FISH, « Initial coin offerings (ICOs) to finance new ventures », *J. of Bus. Venturing*, Vol. 34, 2019, p. 14.

le cas lors des levées de fonds traditionnelles.³¹ En outre, les faibles barrières d'entrée à l'investissement³² et la nature transfrontalière de l'environnement *online* au sein duquel l'ICO est lancée lui confèrent une portée mondiale³³, laquelle a pour conséquence une diversité et une hétérogénéité considérables de petits investisseurs.³⁴

Cependant, l'ICO effraie autant qu'elle attire. Prospérant dans un vide juridique, elle est porteuse de nombreux risques. Opérant sans intermédiaires financiers et échappant à tout contrôle prudentiel, elle constitue un terrain fertile à la fraude, aux pyramides de Ponzi et au blanchiment d'argent. L'asymétrie informationnelle aigüe qui caractérise la relation entre l'offreur et l'investisseur³⁵ ne permet pas toujours à ce dernier de prendre des décisions informées quant au placement de son épargne.³⁶

Qui plus est, lorsqu'il n'est pas carrément leurré par la promesse de gains mirobolants, la volatilité accrue des marchés secondaires³⁷ lui instille la peur de rater une opportunité et le pousse à investir.³⁸ L'absence d'exigence en matière de capital minimum dans le chef de l'organisateur³⁹, l'opacité dans laquelle opère l'ICO et l'absence de protection contre la faillite⁴⁰ laissent l'investisseur dépourvu de toute protection en cas d'échec - voire de fraude - de l'organisateur. Au demeurant, les investisseurs ne

³¹ « *The sophisticated investors who operate venture capital funds take large ownership stakes in early-stage start-ups* » (T. MURPHY, « Playing to a New Crowd: How Congress Could Break the Startup Status Quo by Raising the Cap on the Jobs Act's Crowdfunding Exemption », *op. cit.* (voy. n 27), *B.C. L. Rev.*, p. 783); J. PARK, « When are tokens securities? Some questions form the perplexed », *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 18-13*, 10 décembre 2018, p. 10.

³² W. KAAL, « Initial Coin Offerings: The Top 25 Jurisdictions and Their Comparative Regulatory Responses », *op. cit.* (voy. n 4), p. 41; J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 485.

³³ W. KAAL, « Initial Coin Offerings: The Top 25 Jurisdictions and Their Comparative Regulatory Responses », *op. cit.* (voy. n 4), p. 42; J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 484.

³⁴ M. DELL'ERBA, « Initial Coin Offerings: The Response of Regulatory Authorities », *op. cit.* (voy. n 5), p. 1118; J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 478.

³⁵ Il est référé ici à « l'offreur » au sens de l'article 2 (e) du « règlement prospectus » (à savoir, une personne morale ou physique qui offre des valeurs mobilières au public) (Règl. (UE) n° 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, *J.O.U.E.*, L 168, du 30 juin 2017, pp. 12-82).

³⁶ P. MAUME et M. FROMBERGER « Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws », *Chic. J. of Int. L.*, 2019, Vol. 19, n° 2, p. 562; D. ZETZSCHE, R. BUCKLEY, D. ARNER et L. FÖRH, « The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators », *op. cit.* (voy. n 8), p. 15.

³⁷ Une étude démontre que la volatilité journalière moyenne des rendements des jetons (« *average daily return volatility* ») varie entre 16 et 19% (comparé à 2-3% pour les actions E. LYANDRES, B. PALAZZOZ et D. RABETTIX, *Do Tokens Behave Like Securities? An Anatomy of Initial Coin Offerings*, avril 2019, p. 6, disponible en ligne sur https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3287583, consulté le 16 juin 2019).

³⁸ Voy. le phénomène du « FOMO », ou « *Fear Of Missing Out* ».

³⁹ Le terme « organisateur » sera utilisé dans le cadre de ce mémoire afin de désigner l'entreprise ou la personne physique qui lance une ICO afin de financer le développement d'un logiciel ou au bénéfice de laquelle l'ICO est exécutée.

⁴⁰ W. KAAL, « Initial Coin Offerings: The Top 25 Jurisdictions and Their Comparative Regulatory Responses », *op. cit.* (voy. n 4), p. 43.

disposent pas non plus de droit de préemption ni de protection en cas de levée ultérieure de capitale⁴¹ et ne disposent généralement d'aucun contrôle sur l'émetteur quant au projet développé.⁴²

Jusqu'à présent, l'approche régulatrice des États est fragmentée. Alors que certains pays ont opté pour la régulation (Australie, Gibraltar), d'autres s'interrogent encore sur la qualification à donner aux jetons (France, Allemagne, Royaume-Uni) ou adoptent une approche prudente et réactive (USA, Canada) voire interdisent purement et simplement les ICO (Chine, Corée du Sud).⁴³

Au-delà de leurs divergences d'approche, les États se rejoignent sur un constat: les ICO's ne peuvent demeurer dans le vide juridique. Dans l'attente d'une intervention du législateur européen, ce mémoire évaluera les possibilités d'accommodation de l'ICO au sein du paysage juridique communautaire. Tout d'abord, il sera procédé à une analyse détaillée de l'ICO (Chapitre 1). Ensuite, nous évoquerons *de lege lata* l'approche américaine (Chapitre 2). Enfin, il sera exposé, *de lege ferenda* comment cette approche pourrait permettre d'étendre l'emprise des instruments légaux existants et quelles seraient - potentiellement - les modifications à effectuer à cet effet (Chapitre 3).

⁴¹ M. MEADOWS, « The Evolution of Crowdfunding: Reconciling Regulation Crowdfunding with Initial Coin Offerings », *op. cit.* (voy. n 8), p. 243.

⁴² W. KAAL, « Initial Coin Offerings: The Top 25 Jurisdictions and Their Comparative Regulatory Responses », *op. cit.* (voy. n 4), p. 42.

⁴³ M. DELL'ERBA, « Initial Coin Offerings: The Response of Regulatory Authorities », *op. cit.* (voy. n 5), p. 1127.

Chapitre 1: L'Initial Coin Offering (ICO)

La complexité du mécanisme de l'ICO rend une analyse détaillée de ses spécificités techniques nécessaire afin d'en saisir les tenants et aboutissants et de tenter de les raccrocher à des catégories juridiques existantes. Ce chapitre procédera à une analyse des éléments caractéristiques de l'ICO (section 1), suivie d'une brève explication du fonctionnement de l'ICO en pratique (section 2) et s'achèvera par un aperçu des différentes catégories de crypto-actifs (section 3).

Section 1: Éléments caractéristiques

Comme énoncé dans l'introduction, l'ICO est une méthode de levée de fonds impliquant l'émission de *crypto-actifs* (sous-section 1.1) via un *contrat intelligent* (sous-section 1.3) qui repose sur la *technologie de registre distribué* (sous-section 1.2).

Sous-section 1.1: « Émission de crypto-actifs »

L'ICO fonctionne via l'émission d'unités digitales nommées « *token* », ou « jeton ». Le jeton émis est une « représentation digitale d'une valeur ou d'un droit sous-jacent émise en échange de monnaie ayant cours légal ou d'autres crypto-monnaies ».⁴⁴

Les jetons sont parfois comparés à de la monnaie virtuelle (nommée alternativement « monnaie digitale⁴⁵ »). La monnaie virtuelle est définie par la Banque centrale européenne comme « une représentation digitale d'une valeur n'étant ni émise par une banque centrale, ni par une institution de crédit, ni par une institution d'e-money, qui, dans certaines circonstances, peut être utilisée comme alternative à la monnaie⁴⁶ ». Fraction de code informatique, le jeton est créé par des individus et organisations privées⁴⁷ et peut parfois servir d'alternative à la monnaie, bien qu'il n'ait de valeur que celle dont les usagers sont prompts à lui reconnaître.⁴⁸

Il sera toutefois évité, dans le cadre de ce mémoire, de désigner les jetons sous le vocable de monnaie virtuelle. D'un point de vue économique, une monnaie présente généralement trois caractéristiques: elle est une unité de compte, une réserve de valeur et un moyen d'échange.⁴⁹ Si le *Bitcoin*, le *Litecoin*,

⁴⁴ H. WAGNER, « ICO's - Luxembourg legal aspects », *op. cit.* (voy. n 6), p. 52.

⁴⁵ A. CASSART, « FinTech: l'art délicat de la disruption », in *Le droit des MachinTech (FinTech, LegalTech, MedTech, ...)*, Bruxelles, Editions Larcier, 2018, p. 96; H. DE VAUPLANE, *Bitcoin et monnaies virtuelles: entre réglementation et essai de définition juridique*, Anthemis, 2015, p. 31; J. MORAN, « The Impact of Regulatory Measures Imposed on Initial Coin Offerings in the United States Market Economy », *Cath. U. J.L. & Tech*, Vol. 26, 2018, p. 220.

⁴⁶ Banque centrale européenne, *Virtual currency schemes - A further analysis*, février 2014, p. 25, disponible en ligne sur: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf>, consulté le 27 avril 2018.

⁴⁷ L. WHITE, « The market for cryptocurrencies. », *Cato J.*, Vol. 35, 2015, p. 383, disponible en ligne sur: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2538290>, consulté le 27 avril 2018.

⁴⁸ R. ALI, J. BARRDEAR, R. CLEWS et J. SOUTHGATE, « The economics of digital currencies. », *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q3, 2014, p. 278.

⁴⁹ G. MANKIW, *Macroeconomics*, Worth Publishers, 2015, p. 82.

l'*Ether* et - si elle est effectivement mise en application - la *Libra*, présentent ces trois caractéristiques⁵⁰, tout jeton émis ne les comporte pas nécessairement.⁵¹ En effet, seule une partie d'entre eux ont pour objectif de servir à des fins de paiement.⁵² D'un point de vue juridique toutefois, nul d'entre eux ne constitue de la monnaie⁵³ (voyez *infra*). À l'heure actuelle, il règne une certaine confusion dans la littérature quant aux termes employés afin de désigner les jetons émis lors d'ICO's, en raison de l'absence de terminologie universellement acceptée.⁵⁴

Dans le cadre de ce mémoire - et afin de prévenir à toute confusion - il sera employé le terme « crypto-actif »⁵⁵ afin de désigner l'ensemble de ces jetons. Nous conservons soit le concept de « monnaie virtuelle » soit de « crypto-monnaie » pour les seuls crypto-actifs utilisés à des fins de paiement.⁵⁶ Lorsqu'il s'agira de les répartir en sous-catégories en fonction des différents droits y étant attachés, il sera fait usage de la terminologie employée par les autorités de surveillance des marchés financiers, à savoir les termes « jeton-utilité », « jeton-investissement » et « jeton-paiement » ou « crypto-monnaie » (voyez *infra*).

Sous-section 1.2: « La technologie de registre distribué »

Bien que l'idée de créer des représentations électroniques de valeurs mobilières ne soit pas neuve⁵⁷, l'ICO innove toutefois en intégrant la technologie de registre distribué (« *distributed-ledger technology* », ci-après « *blockchain* »). Les ICO's reposent sur un protocole informatique en pair-à-

⁵⁰ A.-P. ANDRÉ-DUMONT, « Chapitre 3. Les services de paiement à l'épreuve des évolutions technologiques », in *La révolution digitale et les start-up* (sous la dir. de J.-A. DELCORDE), Larcier, 2016, p. 87; J. DEBLER, « Foreign Initial Coin Offering Issuers Beware: The Securities and Exchange Commission is Watching », *Cornell Int. L. J.*, Vol. 51, p. 250.

⁵¹ A. SNYERS et K. PAUWELS, « De ITO: A new kid on the block in het kapitaalmarktenrecht », *op. cit.* (voy. n 9), p. 179.

⁵² Ils n'ont, au demeurant, pas cours légal, ne sont garantis par aucun gouvernement ni autorité publique et sont créés électriquement et de façon décentralisée, via des protocoles informatiques (J. DEBLER, « Foreign Initial Coin Offering Issuers Beware: The Securities and Exchange Commission is Watching », *op. cit.* (voy. n 50), p. 250).

⁵³ M. ROUSSILLE, « Le Bitcoin: objet juridique non identifié », *Banque et droit*, n° 159, janvier-février 2015, p. 27; Il est intéressant à noter qu'en droit belge, la « monnaie virtuelle » est définie par l'article 1 (6) du Règlement de l'Autorité des services et marchés financiers concernant l'interdiction de commercialisation de certains produits financiers auprès des clients de détails comme « toute forme de monnaie digitale non réglementée qui n'a pas cours légale ».

⁵⁴ Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers suisses (FINMA), *Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)*, 19 février 2018, p. 3, en ligne sur: https://media.homburger.ch/karmarun/image/upload/homburger/SklobKuPMHomburger%20Bulletin_20180219_EN.pdf, consulté le 15 mars 2018.

⁵⁵ En accord avec les recommandations du Fonds monétaire international (voy. Fonds monétaire international (FMI), *Virtual Currencies and Beyond: Initial Considerations*, Staff Discussion Notes, SDN/16/04, Janvier 2016, pp. 10 et s.).

⁵⁶ Point de vue également partagé par A. SNYERS et K. PAUWELS (A. SNYERS et K. PAUWELS, « De ITO: A new kid on the block in het kapitaalmarktenrecht », *op. cit.* (voy. n 9), p. 179).

⁵⁷ S. HARRIS et C. MOONEY, « Negotiability, Electronic Commercial Practices, and a New Structure for the UCC Article 9 Filing System. Tapping the Private Market for Information Technology », *Idaho L. Rev.*, Vol. 31, 1995, pp. 835-837.

pair⁵⁸ fondé sur la cryptologie de clé privée-publique⁵⁹ qui constitue - de façon simplifiée - le « moyen d'échange »⁶⁰ entre les crypto-actifs et la contrepartie de l'investisseur.

Ce protocole est décentralisé et cohérent. Il est décentralisé en ce qu'il court-circuite toute intervention d'une autorité centrale. Les *blockchain* sont essentiellement des « bases de données décentralisées maintenues par un réseau d'ordinateurs »⁶¹ permettant de tenir un registre détenant les informations relatives à la propriété des actifs digitaux échangés⁶² dont chaque usager du réseau (appelés « *nodes* ») détient une copie.⁶³ Toute opération est cryptée et incrustée dans un « bloc »⁶⁴, lequel est ensuite mis à disposition de tout usager du protocole pour vérification⁶⁵.

Atteint un certain pourcentage de validation (« consensus »), l'information est confirmée et le registre est mis à jour chez tous les usagers du réseau.⁶⁶ Le bloc est ajouté aux autres blocs contenant les données des transactions précédentes pour former une chaîne ordonnée en séquences (voyez l'annexe 2).⁶⁷

Un tel processus garantit la cohérence de l'écosystème formé par la *blockchain*. Toute tentative de fraude, d'abus ou de double dépense peut être déjouée par une vérification de la transaction soupçonnée, laquelle aura été confirmée et enregistrée dans chaque noeud du réseau.⁶⁸

L'usage de la cryptographie combiné au stockage décentralisé des données rend l'altération des données concernant les transactions pratiquement impossible⁶⁹, puisque toute modification des

⁵⁸ H. DE VAUPLANE, *Bitcoin et monnaies virtuelles: entre réglementation et essai de définition juridique*, op. cit. (voy. n 50), p. 34

⁵⁹ N. CROSSER, « Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain Utility Tokens Securities? », op. cit. (voy. n 11), p. 388; J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », op. cit. (voy. n 3), p. 469.

⁶⁰ D. KRAWISZ, *Bitcoin as a Store of Value, Unit of Account, and Medium of Exchange*, Satoshi Nakamoto Institute, 12 janvier 2015, disponible en ligne sur: <https://nakamotostudies.org/literature/bitcoin-as-a-store-of-value/>, consulté le 27 avril 2018.

⁶¹ J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », op. cit. (voy. n 3), p. 469; J. ENYI et N. LE, « Regulating Initial Coin Offerings (« Crypto-Crowdfunding ») », *J. Int. L. Banking & Fin. L. (UK)*, Vol. 8, 1 septembre 2017, p. 3.

⁶² R. SURUJNATH, « Off the Chain: A Guide to Blockchain Derivatives Markets and the Implications on Systemic Risk », *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, Vol. 22, 2017, pp. 263-64.

⁶³ N. ESSAGHOOLIAN, « Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation », *UCLA L. Rev.*, Vol. 66, 2019, p. 302.

⁶⁴ P. HACKER et C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies Under EU Financial Law*, 22 novembre 2017, p. 8, disponible en ligne sur: <https://ssrn.com/abstract=3075820>, consulté le 29 mai 2019.

⁶⁵ Avant que le bloc puisse être ajouté à la chaîne, le protocole requiert qu'un « *hash* » cryptographique valide soit généré. Ce travail - également appelé « *proof of work* » - est effectué par les usagers du réseau eux-mêmes (appelés « *miners* ») et est généralement rémunéré en jetons, éventuellement augmentés d'une contribution des parties à la transaction principale. (N. CROSSER, « Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain Utility Tokens Securities? », op. cit. (voy. n 11), p. 386.

⁶⁶ M. MEADOWS, « The Evolution of Crowdfunding: Reconciling Regulation Crowdfunding with Initial Coin Offerings », op. cit. (voy. n 8), p. 280.

⁶⁷ M. MENDELSON, « From Initial Coin Offerings to Security Tokens: A U.S. Federal Securities Law Analysis », *Stan. Tech. L. Rev.*, Vol. 22, 2019, p. 57; D. RIBEIRO DA SILVA, *Déterminants du succès des ICOs : Analyse par les « white papers »*. Louvain School of Management, Université catholique de Louvain, 2018. Prom.: Platten, Isabelle, p. 12.

⁶⁸ H. DE VAUPLANE, *Bitcoin et monnaies virtuelles: entre réglementation et essai de définition juridique*, op. cit. (voy. n 50), pp. 32-34; Voy. ég. R. HOUBEN, « Bitcoin: there are two sides to every coin », *Bankrecht en financieel recht*, Larcier, 2015, p. 143, point 8.

données requiert l'accord d'une forte majorité des usagers du réseau ou une opération de *hacking* au sein de chaque ordinateur de chaque usager du réseau.⁷⁰

Sous-section 1.3: « Le contrat intelligent »

Techniquement, le contrat intelligent n'est rien d'autre qu'un code informatique se présentant comme un contrat programmé incrusté dans une *blockchain* (voyez l'annexe 3).⁷¹ Terme inventé par Nicholas SZABO en 1994, il a pour caractéristique principale de s'auto-exécuter dès que les conditions programmées par l'organisateur sont remplies⁷² (voyez *infra*).

Section 2: L'Initial Coin Offering en pratique

Le lancement d'une ICO se décline généralement en trois phases: la préparation, l'exécution et la mise en oeuvre (« *implementation* »).⁷³

Sous-section 2.1: Phase de préparation

L'organisateur annonce le lancement d'une ICO sur les réseaux sociaux⁷⁴ et publie généralement un « *White Paper* »⁷⁵ reprenant des informations détaillées concernant le projet sous-jacent, la stratégie d'investissement, le nombre de jetons qu'il compte émettre, le prix à l'unité, le calendrier de l'offre ainsi que les éventuels droits attachés aux jetons et leur rendement.⁷⁶ Le « *White Paper* » est souvent accompagné d'un « *Yellow Paper* » précisant les spécificités techniques de l'ICO. Ressemblant au prospectus requis en cas d'offres publiques traditionnelles, les « *White Papers* » sont souvent incomplets, notamment en ce qui concerne l'identité de l'organisateur.⁷⁷ Échappant à tout contrôle des

⁶⁹ J. MORGAN, « What I Learned Trading Cryptocurrencies while Studying the Law », *U. Miami Int'l & Comp. L. Rev.* Vol. 25, 2017, pp. 176-177; N. VOGEL, « The Great Decentralization: How Web 3.0 Will Weaken Copyrights », *J. Marshall Rev. Intell. Prop. L.*, Vol. 15, 2015, p. 139.

⁷⁰ J. ENYI et N. LE, « Regulating Initial Coin Offerings (« Crypto-Crowdfunding ») », *op. cit.* (voy. n 61), p. 4; P. MAUME et M. FROMBERGER « Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws », *op. cit.* (voy n 36); R. ROBINSON, « The New Digital Wild West: Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings », *Tenn. L. Rev.*, Vol. 85, 2018, p. 919.

⁷¹ R. O'SHIELDS, « Smart Contracts: Legal Agreements for the Blockchain », *N.C. Banking Inst.*, Vol. 21, 2017, p. 179.

⁷² M. MEADOWS, « The Evolution of Crowdfunding: Reconciling Regulation Crowdfunding with Initial Coin Offerings », *op. cit.* (voy. n 8), p. 281; N. SZABO, *Smart Contracts*, The Georges Washington University Law School, disponible sur <http://szabo.best.vwh.net/smart.contracts.html>, consulté le 17 mars 2019.

⁷³ M. DELL'ERBA souligne toutefois qu'il s'agit de « modèles émergents » (« *emerging patterns* »), puisque la conduite d'une ICO n'est pas institutionnalisée ni réglementée (M. DELL'ERBA, « Initial Coin Offerings: The Response of Regulatory Authorities », *op. cit.* (voy. n 5), p. 1112).

⁷⁴ S. COHSEY, D. HOFFMAN, J. SKLAROFF et D. WISHNICK, « Coin-Operated Capitalism », *Columbia Law Review*, Vol. 119, n° 3, 2019, pp. 649-650; J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 478.

⁷⁵ I. BARSAN, « Legal Challenges of Initial Coin Offerings (ICO) », *Revue Trimestrielle de Droit Financier (R.T.D.F.)*, 2017, p. 58; J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 478; P. ZICKGRAF, « Initial Coin Offerings – Ein Fall für das Kapitalmarktrecht? », *Die Aktiengesellschaft*, 2018, p. 301.

⁷⁶ M. FONSECA, *ICOs and Blockchain Token Funding*, Intelligent HQ, 5 mai 2017, disponible en ligne sur: <https://www.intelligenthq.com/finance/icos-and-blockchaintoken-funding/>, consulté le 15 avril 2018.

⁷⁷ P. ZICKGRAF, « Initial Coin Offerings – Ein Fall für das Kapitalmarktrecht? », *op. cit.* (voy. n 75), p. 296.

autorités publiques, ces deux étapes préliminaires sont pourtant cruciales afin de créer de la confiance dans le chef du potentiel acquéreur.⁷⁸

L'organisateur formule une offre de jetons préliminaire à un certain nombre d'investisseurs sélectionnés à un prix qu'il détermine arbitrairement.⁷⁹ Ces investisseurs souscrivent à un certain nombre de jetons en transférant la somme demandée sur son compte ou, le cas échéant, lorsque la contrepartie est formulée en crypto-monnaie, sur son adresse de clé publique.⁸⁰

Ensuite vient la création des crypto-actifs, réalisée par l'organisateur lui-même ou via une entreprise spécialisée.⁸¹ Les crypto-actifs sont émis via le contrat intelligent incrusté sur la *blockchain*. L'organisateur s'engage par après dans une campagne de publicité de son projet via des plateformes et sites internet dédiés aux ICO's⁸², lesquels peuvent également fournir certains services techniques et administratifs à l'appui du projet (à titre d'exemple, ces plateformes fournissent régulièrement des portefeuilles digitaux aux investisseurs).⁸³

Sous-section 2.2: Phase d'exécution

La date de lancement de l'ICO est fixée par l'organisateur. L'ICO peut être exécutée soit par le truchement d'un contrat intelligent (« *smart contract* ») ou d'une application décentralisée (« *Dapp* »)⁸⁴, lesquels sont stockés sur une *blockchain* existante (dite « publique »)⁸⁵ ou créée à cet effet (dite « privée »⁸⁶). En pratique, les candidats-acquéreurs opèrent un virement vers le portefeuille digitale ou vers le compte bancaire de l'organisateur en indiquant le nombre de jetons qu'ils souhaitent acquérir⁸⁷. Dès que l'intégralité des jetons émis telle que programmée - pour autant que l'organisateur ait fixé un

⁷⁸ M. DELL'ERBA, « Initial Coin Offerings: The Response of Regulatory Authorities », *op. cit.* (voy. n 5), p. 1112.

⁷⁹ R. KASTELEIN, « What Initial Coin Offerings Are, and Why VC Firms Care », *Harv. Bus. Rev.*, 24 mars 2017, disponible en ligne sur: <https://hbr.org/2017/03/what-initial-coin-offerings-are-and-why-vc-firms-care>, consulté le 15 avril 2019.

⁸⁰ Ce que M. MEADOWS appelle la « pré-vente » permet aux organisateurs d'offrir des tarifs et des conditions préférentiels aux investisseurs avant l'offre publique (M. MEADOWS, « The Evolution of Crowdfunding: Reconciling Regulation Crowdfunding with Initial Coin Offerings », *op. cit.* (voy. n 8), p. 283). Pour un exemple concret, voyez la pré-vente en cours de l'ICO « *DIC Resort Token* » (<https://topicolist.com/>).

⁸¹ J. SONG, *Why ICOs are Very Different Than Seed Capital*, Medium, 22 mai 2017, disponible en ligne sur: <https://medium.com/@jimmysong/why-icos-are-very-different-than-seed-capital-a59e4c78b84a>, consulté le 15 avril 2018.

⁸² P. ZICKGRAF, « Initial Coin Offerings – Ein Fall für das Kapitalmarktrecht? », *op. cit.* (voy. n 75), p. 294.

⁸³ G. GUTFLEISCH, « Crowdfunding and Initial Coin Offerings Under the EU Legal Framework », *Eur. Comp. L. J.*, Vol. 15, no. 3, 2018, p. 78.

⁸⁴ N. ESSAGHOOLIAN, « Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation », *op. cit.* (voy. n 63), p. 310.

⁸⁵ La *blockchain* « *Ethereum* » est un exemple de *blockchain* publique permettant la création d'autres applications décentralisées et de « *sub-blockchain* » à partir d'elle-même. À l'heure actuelle, elle sert de support à la plupart des ICO's (J. ENYI et N. LE, « Regulating Initial Coin Offerings (« *Crypto-Crowdfunding* ») », *op. cit.* (voy. n 61), p. 14, n° 121).

⁸⁶ Les *blockchain* « privées » reposent sur la même technologie que les « publiques », mais divergent de ces dernières en ce qu'elles sont administrées par une seule entité (l'entité l'ayant créée, ou au profit de laquelle la *blockchain* a été créée) (A. COHN, T. WEST et C. PARKER, « Smart After All: Blockchain, Smart Contracts, Parametric Insurance, and Smart Energy Grids », *Geo. L. Tech. Rev.*, Vol. 1, 2017, p. 277).

⁸⁷ M. MEADOWS, « The Evolution of Crowdfunding: Reconciling Regulation Crowdfunding with Initial Coin Offerings », *op. cit.* (voy. n 8), pp. 282-283.

nombre maximum de jetons à émettre⁸⁸ (appelé « *hard cap* »⁸⁹) - dans le contrat intelligent et indiqué sur le « *White Paper* » a trouvé acquéreur - ou, à défaut - à la date limite imposée par l'organisateur - le contrat s'auto-exécute. Si le minimum de jetons prévus par le « *soft cap* »⁹⁰ - s'il y en avait un - du contrat intelligent a trouvé acquéreur, les jetons sont automatiquement envoyés à destination du « portefeuille virtuel⁹¹ » de l'acquéreur et les fonds correspondants sont définitivement envoyés à l'organisateur.⁹² Dans le cas contraire, les fonds sont renvoyés vers le compte du candidat-acquéreur.⁹³ Les crypto-actifs invendus seront versés sur le portefeuille digital de l'organisateur ou « brûlés⁹⁴ ».

Les jetons sont par la suite échangeables via des plateformes d'échange de crypto-actifs⁹⁵ - voire via des bourses de crypto-actifs⁹⁶ - au taux du marché⁹⁷, lequel dépendra du succès du logiciel développé.⁹⁸ L'achat de jetons est ainsi un acte spéculatif.⁹⁹ L'investisseur acquiert le jeton dans l'espoir que celui-ci prenne de la valeur, soit suite au développement du logiciel¹⁰⁰, soit dû au nombre croissant d'acquéreurs (« *networking effect* »¹⁰¹), éventuellement couplé au nombre limité de jetons émis, afin de le revendre subséquemment et d'encaisser une plus-value. La spéculation éventuelle engendre une volatilité accrue sur les marchés secondaires¹⁰² et, plus rarement, sur le marché boursier, lorsque l'entreprise organisatrice de l'ICO est déjà cotée en bourse.¹⁰³

⁸⁸ Si le nombre de jetons à être émis est prédéterminé, l'on parle de « *capped sales* » ou « *Reverse Dutch Auction* ». S'il ne l'est pas, l'on parle de « *uncapped sales* » (M. DELL'ERBA, « Initial Coin Offerings: The Response of Regulatory Authorities », *op. cit.* (voy. n 5), p. 1116).

⁸⁹ D. RIBEIRO DA SILVA, *Déterminants du succès des ICOs : Analyse par les « white papers »*. Louvain School of Management, Université catholique de Louvain, 2018. Prom. : Platten, Isabelle, p. 35.

⁹⁰ Le « *soft cap* » est le seuil minimum de jetons à vendre que l'organisateur estime nécessaire afin de pouvoir lancer son projet et qui est programmé dans le contrat intelligent. Lorsque ce seuil minimum n'est pas atteint, le contrat renvoie la somme investie à l'investisseur. Le « *soft cap* » est exprimé en pourcentages du « *hard cap* » (D. RIBEIRO DA SILVA, *Déterminants du succès des ICOs : Analyse par les « white papers »*. Louvain School of Management, Université catholique de Louvain, 2018. Prom. : Platten, Isabelle, p. 35).

⁹¹ N. ESSAGHOOLIAN, « Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation », *op. cit.* (voy. n 63), pp. 311-312; J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 478.

⁹² Comme le soulignent J. ROHR et A. WRIGHT, l'organisateur n'a généralement pas d'obligation de rachat (« *repurchase obligation* ») des jetons numériques vendus (J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 479).

⁹³ I. BARSAN, « Legal Challenges of Initial Coin Offerings (ICO) », *op. cit.* (voy. 75), p. 55.

⁹⁴ Jargon utilisé afin de désigner leur destruction virtuelle (S. COHSEY, D. HOFFMAN, J. SKLAROFF et D. WISHNICK, « Coin-Operated Capitalism », *op. cit.* (voy. n 74), p. 623).

⁹⁵ N. CROSSER, « Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain Utility Tokens Securities? », *op. cit.* (voy. n 11), p. 392.

⁹⁶ Il existe en effet, à l'heure actuelle, une poignée de bourses visant à faciliter l'échange de crypto-monnaies. Voyer, par exemple, Bitfinex (<https://www.bitfinex.com/>), Poloniex (<https://poloniex.com/>) et Binance (<https://www.binance.com>).

⁹⁷ R. DAMBRE, « Initial Coin Offerings and US Securities Regulation: Challenges and Perspectives », in *Revue internationale des services financiers (R.I.S.F.)*, 2018/1, p. 9.

⁹⁸ R. KASTELEIN, « What Initial Coin Offerings Are, and Why VC Firms Care », *op. cit.* (voy. n 79).

⁹⁹ J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 482.

¹⁰⁰ J. GOOSSENS et K. VERSLYPE, « Hoofdstuk III - Toepassing: virtuele munten », in *Blockchain and smart contracts*, Gand, Larcier, 2018, p. 77.

¹⁰¹ J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 483.

¹⁰² J. MORGAN, « What I Learned Trading Cryptocurrencies while Studying the Law », *op. cit.* (voy. n 69), pp. 220-221.

¹⁰³ Par exemple, lorsque KODAK annonça qu'elle allait lancer une ICO, les cours boursiers à Wall Street ont augmenté de 119% (voy. <https://journalducoin.com>).

Sous-section 2.3: Phase de mise en oeuvre

Dans un troisième temps, l'organisateur développe son projet et honore les éventuelles dettes dont il s'est chargé envers les acquéreurs de jetons en fonction des divers droits y étant été attachés.

Sous-section 2.4: Exemples

Les ICO's permettent de financer le développement et la mise en place d'une infinie variété plateformes et de start-up numériques. L'on y retrouve des plateformes de jeux de cartes en ligne (Guang Game), des développeurs de logements sociaux (BRIKCOIN), une start-up visant à créer une crypto-monnaie universelle pour le secteur de la réalité virtuelle et augmentée (Weave), une start-up de jeux vidéos en ligne (Decimated), etc. Il ne s'agit toutefois pas exclusivement de start-up, mais d'entreprises bien établies souhaitant se lancer dans le digital. Ainsi, l'emblématique KODAK a annoncé qu'elle allait lancer une ICO pour le 31 janvier 2018 (elle a dû entretemps reporter la date de lancement) afin de lever \$20 millions. Les fonds levés serviront à financer un système de gestion des droits à l'image et des droits d'auteur décentralisé et reposant sur la technologie de registre distribué (KODAKOne) ainsi que le développement d'une nouvelle crypto-monnaie (KODAKCoin) visant à permettre une meilleure rémunération des détenteurs des droits intellectuels en question.¹⁰⁴

Section 3: Catégories de crypto-actifs

Les crypto-actifs et l'ICO étant intrinsèquement liés, un cadre juridique pour les ICO's passe nécessairement par la qualification des crypto-actifs émis.¹⁰⁵ La diversité des offres empêche toute généralisation quant à leur qualification juridique. Ceci dit, les autorités de surveillance des marchés financiers des États membres de l'Union européenne, ainsi que les premiers auteurs sur le sujet¹⁰⁶, classent généralement les jetons en trois catégories, en fonction de leur finalité et de leur utilité.¹⁰⁷

Sous-section 3.1: Le « jeton-utilité » (« *utility token* »)

Les jetons-utilité représentent un droit d'accès à ou un droit d'usage du service développé par l'organisateur de l'ICO¹⁰⁸, droit souvent proportionnel à la hauteur de l'investissement. Par exemple,

¹⁰⁴ Pour la liste des ICO's récentes, voyez le site web <https://topicolist.com/ongoing-icos/>. Pour l'ICO de KODAK, voyez le site web <https://journalducoin.com/altcoins/kodak-annonce-creation-de-cryptomonnaie-lance-ico/>.

¹⁰⁵ DE GIOIA CARABELLESE, « ICOs and Cryptocurrencies from a British Perspective: a Review of the Legislation and a Speculative Analysis », *R.I.S.F.*, 2018/1, p. 22; P. PAILLER, « Propos introductifs », in *Revue internationale des services financiers*, p. 7.

¹⁰⁶ Voy. par ex. P. MAUME et M. FROMBERGER « Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws », *op. cit.* (voy n 36), p. 558; H. WAGNER, « ICO's - Luxembourg legal aspects », *op. cit.* (voy. n 6), p. 53.

¹⁰⁷ Voy. par ex. Autorité fédérales de surveillance des marchés financiers suisses (Finma), *Guide pratique pour les questions d'assujettissements concernant les Initial Coin Offerings (ICO)*, p. 3, 16 février 2018, disponible en ligne sur <https://www.finma.ch/fr/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>, consulté le 15 mai 2019; Security and Exchange Commission (SEC), *SEC Investor Bulletin: Initial Coin Offerings*, 25 juillet 2017, disponible en ligne sur: <https://www.sec.gov/oica/investor-alerts-and-bulletins/ib-coinofferings>, consulté le 17 avril 2018.

¹⁰⁸ P. MAUME et M. FROMBERGER « Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws », *op. cit.* (voy n 36), p. 560; R. ROBINSON, « The New Digital Wild West: Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings », *Tenn. L. Rev.*, p. 951; Securities And Markets Stakeholders Group, *Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 19 octobre 2018, p. 5.

l'investisseur se voit conférer le droit d'utiliser un espace de stockage (« *stocking space* »)¹⁰⁹ au sein de l'application numérique développée, voire un droit à une fraction de puissance de calcul (« *computing power* »).¹¹⁰ Souvent, le jeton-utilité ne confère qu'un droit d'usage futur du service, lequel doit encore être développé.¹¹¹ Le jeton-utilité ne confère par contre ni droit de vote ni droit à des dividendes.¹¹² Il est souvent apparenté à une licence de logiciel non-exclusive octroyée à l'investisseur.¹¹³

En pratique toutefois, la qualification du jeton-utilité est rendue difficile en raison de sa double nature.¹¹⁴ Le jeton dérive certes sa valeur de sa composante fonctionnelle et de son utilisation pratique¹¹⁵, mais également de la possibilité de revendre le jeton à un prix plus élevé.¹¹⁶ Comme le fait remarquer A. CASSART, la plupart des jetons sont achetés à des fins spéculatives, dans le but d'encaisser une plus-value à la revente sur les marchés secondaires¹¹⁷, lesquels sont caractérisés par une haute liquidité.¹¹⁸ La question est d'autant plus aigüe lorsque l'acquéreur est un investisseur institutionnel ou un fond d'investissement.¹¹⁹

Sous-section 3.2: Le « jeton-investissement » (« *investment token* »)

Les jetons-investissement (« *investment tokens* » ou « *security-tokens* »¹²⁰) sont généralement sous-divisés en deux catégories: le jeton-action (« *equity token* ») et le jeton-obligation (« *debt-token* »¹²¹).

¹⁰⁹ A. GURREA-MARTINEZ et N. REMOLINA, « The Law and Finance of Initial Coin Offerings », *Ibero-American Inst. for L. and F.*, Working Paper n° 4/ 2018, p. 6.

¹¹⁰ A. PARLOW, « Securities Liability And The Role Of D&O Insurance In Regulating Initial Coin Offerings », *op. cit.* (n 15), p. 223.

¹¹¹ Appelés également « jeton pré-fonctionnels » (G. GUTFLEISCH, « Crowdfunding and Initial Coin Offerings Under the EU Legal Framework », *op. cit.* (voy. n 83), p. 79; A. SNYERS et K. PAUWELS, « De ITO: A new kid on the block in het kapitaalmarktenrecht », *op. cit.* (voy. n 9), p. 177.

¹¹² N. ESSAGHOOLIAN, « Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation », *op. cit.* (voy. n 63), p. 326.

¹¹³ J. MORAN, « The Impact of Regulatory Measures Imposed on Initial Coin Offerings in the United States Market Economy », *op. cit.* (voy. n 45), p. 240; D. ZETZSCHE, R. BUCKLEY, D. ARNER et L. FÖRÖ, « The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators », *op. cit.* (voy. n 8), p. 7.

¹¹⁴ A. PARLOW, « Securities Liability And The Role Of D&O Insurance In Regulating Initial Coin Offerings », *op. cit.* (n 15), p. 223.

¹¹⁵ C. FISH, « Initial coin offerings (ICOs) to finance new ventures » *op. cit.* (voy. n 30), p. 7.

¹¹⁶ P. HACKER et C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies Under EU Financial Law*, *op. cit.* (voy. n 64), p. 28.

¹¹⁷ A. CASSART, « FinTech: l'art délicat de la disruption », *op. cit.* (voy. n 45), p. 95; voy. ég. A. SNYERS et K. PAUWELS, « De ITO: A new kid on the block in het kapitaalmarktenrecht », *op. cit.* (voy. n 9), p. 184.

¹¹⁸ J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 486.

¹¹⁹ En effet, il est de pratique courante que les ICO's soient adressées à des fonds d'investissements ou autres investisseurs institutionnels. Or, au quatrième trimestre de 2017, 80% des ICO's ont organisé des pré-ventes (M. MEADOWS, « The Evolution of Crowdfunding: Reconciling Regulation Crowdfunding with Initial Coin Offerings », *op. cit.* (voy. n 8), p. 283; A.-C. ROUAUD, « Propos introductifs », in *Revue internationale des services financiers*, 2017, p. 6.

¹²⁰ I. BARSAN, « Legal Challenges of Initial Coin Offerings (ICO) », *op. cit.* (voy. n 75), p. 58.

¹²¹ A. SNYERS et K. PAUWELS, « De ITO: A new kid on the block in het kapitaalmarktenrecht », *op. cit.* (voy. n 9), p. 181.

Le jeton-action est assorti du droit de recevoir une part variable des profits futurs¹²² et est souvent comparé à une action traditionnelle.¹²³

Parfois, il confère également un droit de participations dans les décisions de la start-up financée¹²⁴ (droit de vote ou droit de gouvernance¹²⁵), voire un droit à acquérir des jetons dans le futur à un prix réduit.¹²⁶ Le jeton-obligation confère un droit à une part fixe - augmentée d'un intérêt - des revenus futurs et ce, jusqu'à remboursement de la dette.¹²⁷ Ainsi, le jeton-investissement représente un droit de créance dans le chef de l'investisseur envers l'organisateur.¹²⁸

Sous-section 3.3: Le « jeton-paiement » (« *currency-token* »)

Appelés « *Alternative Cryptocurrency Coins*¹²⁹ » ou, plus communément, « crypto-monnaie », ces jetons sont destinés à être acceptés par les usagers comme moyen de paiement ou d'échange. Ils n'engendrent pas de droit de créance dans le chef de l'investisseur. Le jeton est, dans cette hypothèse, l'objet même de la transaction.¹³⁰ Enfin, certains jetons-paiement ont pour vocation d'être utilisés au sein du réseau virtuel créé par le logiciel développé.¹³¹ Dans ce cas, ils constituent essentiellement la « crypto-monnaie interne » de la *blockchain* sur laquelle ils sont émis.¹³²

L'analyse juridique des jetons-paiement dépasse l'objet de ce mémoire. Néanmoins, il est important de noter qu'ils ne constituent pas de la monnaie au sens juridique du terme.¹³³ En effet, ce qui caractérise les monnaies « légales » selon A.-P. ANDRÉ-DUMONT, c'est qu'elles « sont émises par un État dont

¹²² P. MAUME et M. FROMBERGER « Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws », *op. cit.* (voy. n 36), p. 559; J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 476.

¹²³ Securities And Markets Stakeholders Group, *Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, *op. cit.* (voy. n 109), p. 5.

¹²⁴ N. CROSSER, « Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain Utility Tokens Securities? », *op. cit.* (voy. n 11), p. 392; J. MORAN, « The Impact of Regulatory Measures Imposed on Initial Coin Offerings in the United States Market Economy », *op. cit.* (voy. n 45), p. 215.

¹²⁵ Autorité des marchés français (AMF), *Document de consultation sur les ICOs*, octobre 2017, p. 2; Autorité des marchés français (AMF), *Synthèse des réponses à la consultation publique portant sur les Initial Coin offerings (ICO) et point d'étape sur le programme « Unicorn »*, février 2018.

¹²⁶ A.-C. ROUAUD, « Propos introductifs », *op. cit.* (voy. n 119), p. 6.

¹²⁷ A. SNYERS et K. PAUWELS, « De ITO: A new kid on the block in het kapitaalmarktenrecht », *op. cit.* (voy. n 9), p. 182.

¹²⁸ P. HACKER et C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies Under EU Financial Law*, *op. cit.* (voy. n 64), pp. 12-13; A. SNYERS et K. PAUWELS, *Ibid.*, p. 179.

¹²⁹ En référence à l'objectif de création d'un « Système monétaire alternatif (« *Alternative Coin System* ») après la crise économique de 2008 par le fondateur du protocole du *Bitcoin* (S. NAKAMOTO, « Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System », *Bitcoin*, disponible en ligne sur: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, consulté le 18 février 2018).

¹³⁰ I. BARSAN, « Legal Challenges of Initial Coin Offerings (ICO) », *op. cit.* (voy. n 75), p. 58.

¹³¹ Voy. par ex. le « projet Golem ». Les tokens émis (nommés « *Golem Network Token* ») firent usage de monnaie locale utilisable seulement au sein du Golem Network, réseau virtuel créé par le logiciel développé à l'aide des fonds levés (voy. le site web <https://golem.network/>).

¹³² N. CROSSER, « Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain Utility Tokens Securities? », *op. cit.* (voy. n 11), p. 391.

¹³³ Voy. par analogie avec le *Bitcoin*, Fonds monétaire international, *Virtual Currencies and Beyond: Initial Considerations*, Staff Discussion Notes, SDN/16/04, Janvier 2016, pp. 10 et s; H. WAGNER, « ICO's - Luxembourg legal aspects », *op. cit.* (voy. n 6), p. 54.

elles bénéficient de la garantie et qu'elles ont cours légal¹³⁴ sur le territoire concerné¹³⁵ ». Ce n'est pas le cas pour les crypto-monnaies¹³⁶, même si sur le plan du droit des obligations, les jetons-paiement disposent d'un pouvoir libératoire relatif entre les parties les ayant acceptés comme moyen de paiement et jouissent d'une acceptation généralisée auprès des crypto-investisseurs.¹³⁷

Par ailleurs, ils ne constituent pas de la monnaie électronique non plus. Celle-ci est définie comme étant de la « valeur monétaire qui est stockée sous une forme électronique (...), représentant une créance sur l'émetteur, qui est émise contre la remise de fonds aux fins d'opérations de paiement (...) et qui est acceptée par une personne physique ou morale autre que l'émetteur de monnaie électronique ».¹³⁸

Bien que les deux soient stockés électroniquement et acceptés par certaines entités autres que l'organisateur¹³⁹, l'*e-money* ne doit être utilisée qu'à des fins de paiement. Or, les jetons-paiement sont également utilisés à des fins spéculatives.¹⁴⁰ Les jetons-paiements n'octroient pas de créance sur l'organisateur¹⁴¹, lequel n'a aucune obligation d'échanger le jeton octroyé contre une devise ayant cours légale.¹⁴² Enfin, les jetons-paiement sont émis de façon décentralisée - par des start-up et via un contrat intelligent - tandis que les monnaies électroniques sont émises par des instituts d'émission, dont le rôle est d'émettre la monnaie et d'en contrôler la diffusion, dont certaines catégories seulement sont reconnues par le législateur européen.¹⁴³

¹³⁴ Cela signifie que « le débiteur peut valablement se libérer d'une dette de somme à l'aide des signes monétaires caractérisés par ce cours » (P. VAN OMMESELAGHE, *Droits et obligations*, t. III, Bruxelles, Bruylant, 2010, p. 1979).

¹³⁵ A.-P. ANDRÉ-DUMONT, « Chapitre 3. Les services de paiement à l'épreuve des évolutions technologiques », *op. cit.* (voy. n 50), p. 85.

¹³⁶ A noter qu'il s'agit également de la position adoptée par l'Administration belge des impôts (Conseiller-Directeur d'administration fiscale, Avis sur le régime TVA des « bitcoins, litecoins, dogecoins,... » (Moyens de paiement virtuel), 2014; Voy. ég. *Q.P.*, n°762, 07/02/2014, Mme GENNEZ, *Q.R.*, Chambre, 2013-2014, n° 53-152, p. 248).

¹³⁷ M. ROUSSILLE, « Le Bitcoin: objet juridique non identifié », *op. cit.* (voy. n 53), p. 28.

¹³⁸ Article 2 de la Dir. (CE) n° 2009/110/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 concernant l'accès à l'activité des établissements de monnaie électronique et son exercice ainsi que la surveillance prudentielle de ces établissements, modifiant les directives 2005/60/CE et 2006/48/CE et abrogeant la directive 2000/46/CE, *J.O.U.E.*, L 267, du 10 octobre 2009, pp. 7-17.

¹³⁹ N. VANDEZANDE, « Mobile payment and virtual alternative currencies under the EU legal framework on electronic payment », *ICRI Working Paper Series*, 12 septembre 2013, p. 18, disponible en ligne sur: http://papers.ssrn.com/sol2/papers.cfm?abstract_id=2325410, consulté le 20 février 2018.

¹⁴⁰ *Ibid.*, p. 18.

¹⁴¹ S. ROYER, « Bitcoins in het Belgische strafrecht en strafrechtproces », *Rechtskundig Weekblad*, 2017, n° 13, p.484. Voy. ég. M. ROUSSILLE, « Le Bitcoin: objet juridique non identifié », *op. cit.* (voy. n 53), p. 26.

¹⁴² N. VANDEZANDE, « Mobile payment and virtual alternative currencies under the EU legal framework on electronic payment », *op. cit.*, (voy. n 139), p. 18.

¹⁴³ Dir. (CE) n° 2009/110/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 concernant l'accès à l'activité des établissements de monnaie électronique et son exercice ainsi que la surveillance prudentielle de ces établissements, modifiant les directives 2005/60/CE et 2006/48/CE et abrogeant la directive 2000/46/CE, *J.O.U.E.*, L 267, du 10 octobre 2009, pp. 7-17.

Chapitre 2:

L'appréhension des ICO's par le droit américain

L'objectif de ce chapitre est de procéder à une analyse descriptive de l'approche américaine vis-à-vis des ICO's¹⁴⁴, ainsi que d'en extrapoler les caractéristiques majeurs afin de déterminer, sous le Chapitre 3, dans quelle mesure cette approche pourrait servir de fondement à toute initiative régulatrice du législateur européen. Si l'approche américaine a été choisie comme sujet d'analyse, c'est parce que le droit américain est le seul, jusqu'à présent, qui ait clairement saisi l'ICO à travers de son cadre juridique existant. Ce choix influe donc sur le postulat du mémoire. Nous souhaitons démontrer que le législateur européen - tout comme son homologue américain - pourrait accueillir l'ICO au sein du paysage juridique communautaire existant.

Outre sa valeur théorique, l'analyse de l'approche américaine est également importante pour tout organisateur d'ICO's localisées hors du territoire américain, mais visant - ne serait-ce que de façon incidente - des investisseurs localisés au sein des frontières américaines.

En effet, en principe et en l'absence d'exception applicable, toute vente de valeurs mobilières à un ressortissant américain ainsi que toute publication « circulant de façon générale » au sein du territoire américain est suffisante pour déclencher la compétence de la *Security and Exchange Commission* (ci-après « SEC »)¹⁴⁵, l'autorité américaine des marchés financiers. Les potentiels conflits de juridiction¹⁴⁶ qu'engendrerait l'extraterritorialité de la juridiction de la SEC à l'avenir dépassent l'objet de ce mémoire.

Le droit américain appréhende les ICO's sous le prisme du *Securities Act* de 1933 (section 1). Le régulateur national vise à déterminer si les titres émis lors d'ICO constituent des *securities* en leur appliquant le « *Howey test* » (section 2). S'il estime être en présence de *securities*, il vérifiera qu'aucune des exemptions pertinentes ne leur est applicable (section 3).

¹⁴⁴ Il ne sera fait analyse, dans le cadre de ce mémoire, que des règles applicables à l'émission de titres (marché primaire). L'analyse des règles du marché secondaire dépasse l'objet de ce mémoire. Pour un aperçu voy. J. MORAN, « The Impact of Regulatory Measures Imposed on Initial Coin Offerings in the United States Market Economy », *op. cit.* (voy. n 45), p. 246 (Moran identifie les règles suivantes comme potentiellement applicables au marché secondaire: la *Section 5* et *3 (a) (1)* du *Securities Act of 1933*, 15 U.S.C. § 78 (c) (a) (1) ainsi que la *Rule 3b-16(a)*).

¹⁴⁵ *Securities Act of 1933*, Title 17, C.F.R. 230.902 (h) et (c).

¹⁴⁶ N. CROSSER, « Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain Utility Tokens Securities? », *op. cit.* (voy. n 11), p. 411.

Section 1: L'application du *Securities Act* de 1933

La SEC a été le premier régulateur à prendre position vis-à-vis des ICO's via plusieurs communications de son Président visant à avertir les investisseurs quant aux nombreux risques que comportent les ICO's.¹⁴⁷

Rompant avec l'approche traditionnelle du « *Do no harm* » adoptée à l'égard de l'innovation technologique¹⁴⁸, le régulateur agite le spectre du *Securities Act* et part à l'assaut des ICO's organisées sur le territoire américain.¹⁴⁹ En 2017, une « *Cyber Unit* » spécialement mandatée pour « combattre les infractions commises par le biais de la technologie de registre distribué et des ICO's » a été créée.¹⁵⁰ La même année, la SEC déclare que le *Securities Act* est applicable à l'ICO effectuée à l'appui de la création du « Projet DAO¹⁵¹ » ainsi qu'à celle lancée par l'entreprise Munchee (« *Munchee Order*¹⁵² ») (voyez *infra*).

La variété des ICO's empêche toute tentative d'extrapolation du raisonnement adopté par la SEC à l'appui de ces deux décisions à l'ensemble de celles-ci. L'on peut cependant en déduire la potentielle application du *Securities Act* et de là, analyser comment il pourrait effectivement être appliqué aux ICO's en fonction leur structure et des crypto-actifs émis.

Promulgué au lendemain de la Grande Dépression, le *Securities Act* prévoit une obligation d'enregistrement auprès de la SEC (« *registration statement* ») pour toute offre publique de valeurs mobilières. L'enregistrement implique une « obligation de dévoilement » (« *disclosure obligation* ») de toutes une série d'informations détaillées en rapport avec l'offre.¹⁵³ Le *Securities Act* prévoit également l'obligation de mise à disposition de prospectus préalablement approuvé par le régulateur

¹⁴⁷ Jay Clayton, Chairman, *Sec. & Exch. Comm'n, Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings*, 11 décembre 2017, disponible en ligne sur: <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>, consulté le 25 février 2018; Jay Clayton, Chairman, *Sec. & Exch. Comm'n, Virtual Currencies: The Roles of the SEC and CFTC, Testimony Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, 6 février 2018, disponible en ligne sur: <https://www.sec.gov/news/testimony/testimony-virtual-currencies-oversight-role-us-securities-and-exchange-commission>, consulté le 13 mars 2018.

¹⁴⁸ La doctrine du « *Do no harm* » préconise d'éviter d'étouffer l'innovation par des règlements lourds et rigides (M. DELL'ERBA, « Initial Coin Offerings: The Response of Regulatory Authorities », *op. cit.* (voy. n 5), p. 1109); voy. par ex. C. GIANCARLO, *Chairman, Comm. Fut. Trading Comm'n, Keynote Address before the ISDA's Trade Execution Legal Forum*, 9 décembre 2016.

¹⁴⁹ Voy. par ex. *Class Action Complaint for Violation of Sections 12 (a) (1) & 15 (a) of the Sec. Act of 1933*; *Balestra v. ATBCoin LLC*, No.17-10001, S.D.N.Y., 21 décembre 2017.

¹⁵⁰ Press Release, U.S. Sec. & Exch. Comm'n, SEC Announces Enforcement Initiatives to Combat Cyber-Based Threats and Protect Retail Investors, 25 septembre 2017, disponible en ligne sur: <http://www.sec.gov/news/press-release/2017-176>, consulté le 15 mars 2018.

¹⁵¹ Comme la SEC le précise elle-même dans son rapport, l'appareil judiciaire n'est pas tenu par ses conclusions (même si généralement, il y accorde une certaine déférence) (U.S. Sec. & Exch. Comm'n, Release No. 81207, Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the U.S. Securities Exchange Act of 1934: The DAO, 25 juillet 2017).

¹⁵² U.S. Sec. & Exch. Comm'n, Release No. 10445, Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings Pursuant to Section 8(a) of the Securities Act of 1933, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order, In the Matter of Munchee, Inc., 11 décembre 2017.

¹⁵³ R. DAMBRE, « Initial Coin Offerings and US Securities Regulation: Challenges and Perspectives », *op. cit.* (voy. n 97), p. 9; P. NASH, J. DENNY, et A. CONNELLY, « The Regulation of the Issuance and Distribution of Corporate Securities in the United States », in *The Legal Status of Securities in Europe and the United States*, Presses Universitaires de Bruxelles, Bruxelles, 1970, pp. 35-36.

américain à tout investisseur putatif ainsi qu'une prohibition générale d'actes frauduleux en lien avec l'offre et la vente de valeurs mobilières (*Section 10 (b)* et la *Rule 10b-5*).¹⁵⁴

La *Section 12 (1)* prévoit une responsabilité objective de l'émetteur.¹⁵⁵ En cas de violation de la *Section 5*, la sanction sera généralement une rescision de la vente (impliquant un remboursement de l'investissement agrémenté d'intérêts), ce qui pourrait s'avérer catastrophique pour l'organisateur lorsque la valeur des jetons a drastiquement chuté.¹⁵⁶

Par ailleurs, la responsabilité gît également chez les « souscripteurs »¹⁵⁷, à savoir quiconque « participant directement ou indirectement à une distribution de valeurs mobilières non-enregistrées¹⁵⁸ ». Ainsi, outre les organisateurs d'ICO's, les plateformes numérique par le biais desquelles les ICO sont rendues accessibles au public sont également susceptibles de voir leur responsabilité engagée.

Section 2: le « *Howey Test* »

Sous-section 2.1: La notion de « contrat d'investissement »

Le *Securities Act* ne s'applique qu'en présence d'une offre publique de valeurs mobilières (« securities ») au sens de la *Section 2 (a) (1)* de l'*Act*. Selon la SEC, la qualification des crypto-actifs émis lors d'ICO de valeurs mobilières dépend, plus particulièrement, de sa qualification de « contrat d'investissement » (« *investment contract* »).

Le « contrat d'investissement » est une notion « *catch-all* » flexible visant à couvrir les titres qui sont, en substance, une *security* mais qui ne prennent pas la forme d'une valeur mobilière traditionnelle.¹⁵⁹ Comme l'énonce la Cour suprême en termes limpides, le contrat d'investissement « vise à englober une infinité de mécanismes variés visant à user de l'argent d'autrui sur promesse de profit¹⁶⁰ ». Les juridictions américaines ont d'ailleurs tendance à l'interpréter largement, afin d'y inclure des « instruments nouveaux, non-communs ou irréguliers¹⁶¹ ».

¹⁵⁴ P. NASH, J. DENNY, et A. CONNELLY, *Ibid.*, pp. 76-77.

¹⁵⁵ SEC v. Universal Major Indus. Corp., 546 F.2d 1044, 1047 (2d Cir. 1976). L'émetteur dispose toutefois de moyens de défense légaux (pour un aperçu, voy. P. VIZCARRONDO, *Liabilities Under the Federal Securities Laws*, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 2014, p. 44).

¹⁵⁶ P. VIZCARRONDO, *Liabilities Under the Federal Securities Laws*, *op. cit.* (voy. n 155), p. 50.

¹⁵⁷ *Ibid.*, pp. 27-28.

¹⁵⁸ U.S.C.C., Title 15 § 77b (11). Voy. par ex. SEC v. Chinese Consol. Benevolent Ass'n, 120 F.2d 738, 740 41 (2d Cir. 1941).

¹⁵⁹ R. FARHA, « SEC v. Edwards: An Opportunity to Knock on the Viability of the Howey Test as the Gatekeeper for the Federal Securities Laws », *Okla. City U. L. Rev.*, Vol. 31, 2006, p. 168; S. FLANAGAN, « The Common Enterprise Element of the Howey Test », *Pac. L. J.*, Vol. 18, 1987, p.1141.

¹⁶⁰ U.S. Supreme Court. SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946), par. 299.

¹⁶¹ SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp., 320 U.S. 344, 351 (1943).

Sous-section 2.2: La qualification de « contrat d'investissement »

Un titre est qualifié de « contrat d'investissement » si le « projet » (« *scheme* ») sous-jacent répond aux trois conditions établies par la Cour suprême dans un arrêt de 1946¹⁶² (le « *Howey Test* »¹⁶³). Ainsi, l'on est en présence d'un contrat d'investissement « si le projet (sous-jacent) implique un investissement d'argent dans une entreprise commune dont le profit dérive exclusivement des efforts d'autrui ». Il est intéressant à noter qu'un critère similaire est également appliqué par les juridictions canadiennes.¹⁶⁴

Sous-section 2.2.1: « Investissement d'argent » (« *investment of money* »)

Selon la jurisprudence américaine, la notion d'investissement d'argent n'est pas limitée à la monnaie fiduciaire¹⁶⁵, mais inclut des biens, services, billets à ordre et autres « échanges de valeur¹⁶⁶ ». Récemment, les *Bitcoins*, en ce qu'ils peuvent être échangés contre de la monnaie ayant cours légal (« *fiat money* ») et en ce qu'ils servent à payer des transactions de biens et de services, ont été qualifiés de monnaie dans le cadre de l'application des lois anti-blanchiment¹⁶⁷ ainsi que du *Securities Act*.¹⁶⁸ Le raisonnement est applicable par analogie à l'ensemble des crypto-monnaies. Au demeurant, peu importe que l'investissement soit en monnaie ayant cours légal ou en crypto-monnaie, dès lors que l'investisseur se délaïsse de « quelque chose de valeur¹⁶⁹ ». Ainsi, cette condition devrait être remplie pour l'ensemble des ICO's.

Sous-section 2.2.2: « Entreprise commune » (« *common enterprise* »)

La notion « d'entreprise commune » renvoie à « la mesure avec laquelle le succès de l'investisseur est déterminé par les autres parties à l'entreprise¹⁷⁰ ».

En l'absence de précisions de la Cour suprême, les juridictions inférieures se sont divisées sur la question de la détermination de l'existence d'une « entreprise commune ». Certaines adoptent une approche dite « horizontale » tandis que d'autres privilégient une approche « verticale ».¹⁷¹ Plus

¹⁶² U.S. Supreme Court. SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).

¹⁶³ Il est toutefois crucial de noter qu'il ne s'agit pas de l'unique test appliqué par les cours et tribunaux américains. A titre d'exemple, les juridictions utilisent également le « *Risk Capital Test* » (Silver Hills Country Club v. Sobieski, 55 Cal. 2d 811 (1961)).

¹⁶⁴ Canadian Sec. Adm' Rs, *Cryptocurrency Offerings*, CSA Staff Notice 46-307, 24 août 2017.

¹⁶⁵ Uselton v. Comm. Lovelace Motor Freight, Inc., 940 F.2d 564, 574 (10th Cir. 1991).

¹⁶⁶ *Ibid.*; Int'l Bhd. of Teamsters, Chauffeurs, Warehousemen, and Helpers of Am. v. Daniel, 439 U.S. 551, 560 n.12 (1979); Sandusky Land, Ltd. v. Uniplan Grps., Inc., 400 F. Supp. 440,445 (N.D. Ohio 1975).

¹⁶⁷ United States v. Faiella, 39 F. Supp. 3d 544, 545 (2014).

¹⁶⁸ « First, the Court must determine whether the BTCST investments constitute an investment of money. It is clear that Bitcoin can be used as money. It can be used to purchase goods or services, and as Shavers stated, used to pay for individual living expenses. The only limitation of Bitcoin is that it is limited to those places that accept it as currency. However, it can also be exchanged for conventional currencies, such as the U.S. dollar, Euro, Yen, and Yuan. Therefore, Bitcoin is a currency or form of money, and investors wishing to invest in BTCST provided an investment of money. » (SEC v. Shavers, No. 4:13 CV 416, 2013 WL 4028182 (E.D. Tex. Aug. 6, 2013), par. 2 .

¹⁶⁹ S.E.C. v. Shavers, 2014 WL 4652121 (E.D. Tex. 2014), par. 6.

¹⁷⁰ M. ALBERT, « The Howey Test Turns 64: Are the Courts Grading This Test on a Curve? », *W.M.Bus. & Mary L. Rev.*, 2011, pp.16-17; J. GORDON, « Defining a Common Enterprise in Investment Contracts », *Ohio State L. J.*, 2011, p. 78.

¹⁷¹ J. GORDON, « Defining a Common Enterprise in Investment Contracts », *ibid.*, p. 61.

particulièrement, le concept d'entreprise commune connaît trois déclinaisons: « commune horizontale », « commune large verticale » et « commune étroite verticale ».¹⁷²

Sous-section 2.2.2.1: L'approche « commune horizontale » (« *communal horizontal* »)

L'approche commune horizontale trouve son origine dans l'arrêt *Howey*. Elle requiert que plusieurs investisseurs mettent leurs moyens financiers en commun et soient tous exposés aux risques de l'entreprise dans la même mesure (notamment via une distribution de profit au pro rata de l'investissement).¹⁷³ Par contre, l'approche ne requiert pas que le promoteur partage les risques financiers de l'entreprise, ni que les investisseurs dépendent de ni fassent appel à son expertise, son jugement ou ses compétences.¹⁷⁴

Sous-section 2.2.2.2: L'approche « commune large verticale » (« *large communal vertical* »)

L'approche commune large verticale se concentre sur la relation entre le promoteur du projet et l'investisseur¹⁷⁵ et, plus particulièrement, sur le fait de savoir si le résultat de l'investisseur dépend de l'effort, des compétences, du jugement ou de l'expertise du promoteur.¹⁷⁶ Ainsi, dans l'hypothèse où l'investisseur disposait de certaines connaissances concernant la transaction et n'était donc pas dépendant de l'expertise du promoteur, la condition d'entreprise commune ferait absence.¹⁷⁷ Au demeurant, il ne faut pas nécessairement être en présence de plusieurs investisseurs, un seul suffit.¹⁷⁸

Sous-section 2.2.2.3: L'approche « commune étroite verticale » (« *strict/narrow communal vertical* »)

L'approche « commune étroite verticale » vise à déterminer si le succès de l'investisseur est entrelacé avec et dépendant de l'effort et des succès de « celui qui cherche l'investissement de tiers ». ¹⁷⁹ Comme écrit S. FLANAGAN, il faut que les « gains financiers de l'investisseur montent et descendent avec celui du promoteur, et vice-versa ». ¹⁸⁰

Ce test requiert généralement que tant l'investisseur que le promoteur disposent d'un intérêt financier dans l'entreprise et qu'ils supportent tout deux les risques de pertes autant qu'ils bénéficient des éventuels profits.¹⁸¹ Par contre, les juridictions américaines ne tiennent pas compte de l'éventuelle expertise ou du jugement du promoteur.¹⁸²

¹⁷² *Ibid.* pp. 61-62.

¹⁷³ SEC v. Infinity Grp. Co., 212 F.3d 180, 188 (3d Cir. 2000); Steinhardt Grp. Inc. v. Citicorp, 126 F.3d 144, 151 (3d Cir. 1997).

¹⁷⁴ S. FLANAGAN, « The Common Enterprise Element of the Howey Test », *op. cit.* (voy. n 159), pp. 1150-1151.

¹⁷⁵ M. ALBERT, « The Howey Test Turns 64: Are the Courts Grading This Test on a Curve? », *op. cit.* (voy. n 170), pp. 17-18.

¹⁷⁶ « To establish 'broad vertical commonality,' the fortunes of the investors need be linked only to the *efforts* of the promoter » (Revak v. SEC Realty Corp., 18 F.3d 81, 87 88 (2d Cir. 1994).

¹⁷⁷ S.E.C. v. Continental Commodities Corp., 497 F.2d 516, 522 (5th Cir. 1974).

¹⁷⁸ *Ibid.*

¹⁷⁹ SEC v. Glenn W. Turner Enters., Inc., 474 F.2d 476,482 n.7 (9th Cir. 1973); SEC v. Unique Fin. Concepts, Inc., 196 F.3d 1195, 1199-200 (11th Cir. 1999).

¹⁸⁰ S. FLANAGAN, « The Common Enterprise Element of the Howey Test », *op. cit.* (voy. n 159), p. 1155.

¹⁸¹ SEC v. Pinckney, 923 F. Supp. 76, 82 (E.D.N.C. 1996).

¹⁸² Brodt v. Bache & Co., 595 F.2d 459, 461 (9th Cir. 1978).

Sous-section 2.2.3: Application de la condition d'entreprise commune aux ICO's

Concernant les ICO's, seule une analyse des circonstances concrètes de la vente permettra de déterminer si cette condition est remplie.

J. ROHR, A. WRIGHT, J. DEBLER et N. ESSAGHOOLIAN sont d'avis que lorsque les crypto-actifs émis sont des jetons-utilité à caractère spéculatif ou des jetons-investissement, les ICO's remplissent la condition d'entreprise commune analysée via le prisme de l'approche horizontale.¹⁸³ J. DEBLER et N. ESSAGHOOLIAN font reposer leur raisonnement sur la constatation que ces crypto-actifs sont fongibles, initialement vendus à prix égal à tous les investisseurs et que le capital levé forme un tout qui sert à financer le développement du logiciel sous-jacent. Les investisseurs bénéficient donc tous, au prorata des jetons acquis, du profit lié à l'augmentation de la valeur de celui-ci ou d'un dividende en cas de succès de la start-up, tout comme ils souffrent des pertes - au prorata de leur investissement - en cas d'échec.¹⁸⁴

L'approche communale horizontale semble être particulièrement adéquate lorsque le logiciel sous-jacent est la création d'une application ou d'une plateforme numérique décentralisée et autonome - comme dans le cadre du projet DAO, qui signifie « Organisation autonome décentralisée » (« *Decentralised Autonomous Organisation* »).

En effet, dans l'hypothèse d'une DAO, les auteurs se posent la question du lien entre le succès de l'investisseur et l'effort du promoteur (voyez *infra*). Certaines juridictions - telle que la *Ninth Circuit Court*¹⁸⁵ - requièrent une connexion directe entre le succès ou l'échec de l'émetteur et celui de l'investisseur.¹⁸⁶ Telle connexion sera, dans cette hypothèse et aux yeux de N. ESSAGHOOLIAN, difficile à prouver lorsque le promoteur, après avoir mis le logiciel en place, n'intervient plus dans les activités génératrices de profit.¹⁸⁷ En faisant fi du lien entre investisseur et promoteur, l'approche horizontale est, à nos yeux, la mieux à même d'accommoder la nature décentralisée des DAO.

Concernant l'approche communale verticale, J. ROHR suppose que si l'organisateur s'approprie une partie des jetons émis, la SEC risque probablement de conclure à l'existence d'une entreprise commune.¹⁸⁸

¹⁸³ J. DEBLER, « Foreign Initial Coin Offering Issuers Beware: The Securities and Exchange Commission is Watching », *op. cit.* (voy. n 50), p. 257; N. ESSAGHOOLIAN, « Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation », *op. cit.* (voy. n 63), p. 332; J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 490.

¹⁸⁴ J. DEBLER, « Foreign Initial Coin Offering Issuers Beware: The Securities and Exchange Commission is Watching », *ibid.*, p. 257; N. ESSAGHOOLIAN, *ibid.*, p. 332.

¹⁸⁵ Le *Ninth Circuit* est pertinent en ce qu'il couvre la « *Silicon Valley* », siège de très nombreuses start-up et d'entreprises basées sur la technologie du *blockchain* et des crypto-monnaies.

¹⁸⁶ Voy. par ex. *Brodt v. Bache & Co.*, *op. cit.* (voy. n 182).

¹⁸⁷ N. ESSAGHOOLIAN, « Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation », *op. cit.* (voy. n 63), p. 332.

¹⁸⁸ J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 491.

À noter également qu'il a déjà été tranché par une Cour d'appel que lorsque les promoteurs se sont engagés dans la création d'une pyramide de Ponzi - phénomène récurrent dans le monde des ICO's - la condition d'entreprise commune est automatiquement présumée être remplie.¹⁸⁹

Sous-section 2.2.3: « Dont le profit dérive exclusivement des efforts d'autrui » (« *with profits to come solely from the efforts of others* »)

Sous-section 2.2.3.1: Au moment de l'achat, l'investisseur doit avoir une attente raisonnable de profits¹⁹⁰ et la transaction doit être fondée sur cette attente de profit¹⁹¹

Les juridictions américaines tentent de déterminer si l'investisseur a pu raisonnablement croire qu'il achèterait des valeurs mobilières et si sa croyance raisonnable a été basée sur l'instrument lui-même ainsi que les actes posés par le promoteur.¹⁹² L'intention et les motivations de l'investisseur sont donc primordiales.¹⁹³ Le promoteur doit se poser la question de savoir si l'investisseur putatif va « regarder » les titres vendus comme représentant un droit d'usage d'un service sous-jacent, ou s'il va plutôt « regarder » ces titres sous un prisme spéculatif, motivé par la perspective d'une plus-value à la revente.¹⁹⁴

La SEC émet des Lettres de Non-Action (« *No-Action Letters* ») et les juridictions infirment la qualification de titres en valeur mobilière lorsqu'elles constatent que « l'intention de consommation » (« *consumptive intention* ») est prédominante.¹⁹⁵ *A contrario*, les juridictions concluent généralement à l'existence de valeurs mobilières au sens du *Securities Act* lorsque - en dépit, dans certains cas, d'une intention de consommation manifeste - les intéressés étaient principalement motivés par la perspective de gains financiers.¹⁹⁶

Enfin, il est important de noter qu'aux yeux de la Cour suprême, la notion de profit n'est pas limitée à sa définition comptable mais englobe tout revenu ou retour sur investissement tel qu'un dividende, voire simplement une « valeur augmentée de l'investissement ».¹⁹⁷

Concernant les ICO's, il s'agira de distinguer entre les différentes catégories de jetons émis, tout en prenant en compte l'intention et les motifs de l'investisseur.¹⁹⁸

¹⁸⁹ SEC v. SG Ltd 265 F.3d 42 (1st Cir. 2001).

¹⁹⁰ EC v. Life Partners, Inc., 87 F.3d 536, 547 (D.C. Cir. 1996); SEC v. Edwards, 540 U.S. 389, 395-96 (2004).

¹⁹¹ Int'l Bhd. of Teamsters v. Daniel, *op. cit.* (voy. n 166).

¹⁹² United Hous. Found., Inc. v. Forman, 421 U.S. 837, 858 (1975), par. 851.

¹⁹³ Reves v. Ernst & Young, 494 U.S. 56, 66 (1990).

¹⁹⁴ M. MONAGHAN, « An Uncommon State of Confusion: The Common Enterprise Element of Investment Contract Analysis », *Fordham L. Rev.*, Vol. 63, 1995, p. 2151.

¹⁹⁵ Quant à la SEC, voy. San Francisco Baseball Assocs., L.P., SEC No-Action Letter, 2006 WL 488513 (Feb. 24, 2006); Ticket Reserve, Inc., SEC No-Action Letter, 2003 WL 22195093 (Sept. 11, 2003); Quant aux juridictions, voy. Libaire v. Kaplan, No. 06-1500, 2008 WL 794973, (E.D.N.Y. Mar. 24, 2008) par. 7-8; United Hous. Found., Inc. v. Forman, *op. cit.* (voy. n 192), par. 852-853.

¹⁹⁶ SEC v. Goldfield Deep Mines Co. of Nevada, 785 F.2d 459, 464 (9th Cir. 1985); Teague v. Bakker 35 F.3d 978, 986 (4th Cir. 1994).

¹⁹⁷ SEC v. Edwards, 540 U.S. 389, 396 (2004).

¹⁹⁸ M. MENDELSON, « From Initial Coin Offerings to Security Tokens: A U.S. Federal Securities Law Analysis », *op. cit.* (voy. n 67), p. 77.

Lorsque les crypto-actifs émis sont des jetons-investissement, la condition de profit devrait être par définition remplie, la plupart des investisseurs dans le cadre des ICO's étant motivés par la perspective de profit.¹⁹⁹

Lorsque les crypto-actifs émis sont des jetons-utilité, la SEC et, à un stade ultérieur éventuel, les cours et tribunaux, distingueront probablement selon l'intention et les motivations qui président à la décision d'investir. Lorsque le motif principal de l'achat du jeton se révèle être l'usage du service sous-jacent, l'opération devrait échapper à l'emprise des lois financières américaines.

La SEC a toutefois établi une série de critères objectifs à prendre en compte pour parer à l'insécurité juridique que génère une appréciation individualisée et subjective de l'intention des investisseurs. Ainsi, plus le délai entre la vente du titre et le moment où le bien ou le service sous-jacent devient opérationnel est long, plus la SEC penchera pour la détermination d'une intention spéculative²⁰⁰ (même si la SEC a déjà admis l'intention de consommation malgré le fait que le titre ait été acheté longtemps à l'avance²⁰¹). La SEC va également examiner les efforts de publicité et de marketing du promoteur et, plus particulièrement, la façon avec laquelle le promoteur a formulé l'offre et présenté l'opportunité d'investissement à l'acheteur putatif.²⁰²

À titre d'exemple, la SEC a établi, dans le « rapport DAO », que la conduite de certaines activités telles que le marketing, la tenue d'un site web ou d'un forum ou le fait de proposer une possibilité d'investissement génératrice de revenus fixes ou variables était suffisante afin de satisfaire la dernière condition du « *Howey Test* ».²⁰³

Sous-section 2.2.3.2: Les profits - si réalisés - doivent résulter des « efforts des autres »

Cette condition est illustrative de l'approche prise par le régulateur américain relative au droit des marchés financiers: dès que du profit est escompté de l'effort d'autrui naît une relation de « principal-agent » et une asymétrie informationnelle entre émetteur et investisseur relative à la capacité et à l'intention de l'émetteur de réaliser sa promesse de profit. L'asymétrie engendre logiquement une obligation d'information renforcée dans le chef de l'émetteur.²⁰⁴

¹⁹⁹ N. ESSAGHOOLIAN, « Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation », *op. cit.* (voy. n 63), p. 333.

²⁰⁰ Voy. par ex. *Silver Hills Country Club v. Sobieski*, 361 P.2d 906 (Cal. 1961), où la Cour a qualifié de « securities » des droit d'accès à un « country club » qui était toujours en construction pendant la vente, soulignant le risque pour l'investisseur de perdre son capital si le projet ne venait jamais à terme.

²⁰¹ *Spring Park Life Care Cmty.*, SEC No-Action Letter, 1985 WL54240, (May 17, 1985).

²⁰² *SEC v. Banner Fund Int'l*, 211 F.3d 602, 614 15 (D.C. Cir. 2000).

²⁰³ En effet, cette condition est souvent analysée à l'aune de la quatrième branche du « *Howey test* » (N. CROSSER, « Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain Utility Tokens Securities? », *op. cit.* (voy. n 11), p. 401).

²⁰⁴ S. GRUNDMANN, *European Company Law. Organisation, Finance and Capital Markets*, 2e éd., Intersentia Publishers, 2012, p. 20, para. 2-5; P. HACKER et C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies Under EU Financial Law*, *op. cit.* (voy. n 64), p. 18.

La Cour suprême exige, à l'origine, que les profits résultent « exclusivement » (« *solely* ») de l'effort d'autrui. Les juridictions inférieures ont cependant adopté une interprétation plus large, se concentrant sur la « mesure avec laquelle l'effort d'autrui est nécessaire à la génération de profits²⁰⁵ ».

À l'heure actuelle, il s'agit de déterminer « si les efforts consentis par ceux autres que l'investisseur sont indéniablement les efforts significatifs, ces efforts de gestion qui affectent l'échec ou la réussite de l'entreprise²⁰⁶ ». Ainsi, une participation de l'investisseur au projet n'empêchera pas l'investissement d'être qualifié de valeur mobilière s'il n'a qu'un « petit effet direct sur la réception du bénéfice promis par le promoteur²⁰⁷ ».

Il s'agit pour les juridictions de jauger les attentes de l'investisseur - au moment de l'acquisition - quant au contrôle qu'il exercera sur l'activité génératrice de profit²⁰⁸, ce qui implique d'analyser les droits conférés à l'investisseur par le contrat gouvernant l'acquisition.²⁰⁹ Ainsi, l'attribution de « droits de vote essentiels » à des investisseurs a déjà conduit des juridictions à conclure au non-respect de cette condition.²¹⁰ D'autres facteurs pris en compte par les juridictions incluent le degré de « sophistication » de l'investisseur²¹¹ ainsi que sa faculté à pouvoir se « défendre lui-même²¹² ».

Concernant les ICO's, une analyse au cas par cas des droits attachés aux jetons émis (droits de vote, droits de participation, droits dans la gestion du projet, etc.) sera donc nécessaire. Un degré de participation significatif des investisseurs dans le projet sous-jacent entraînera probablement la qualification de l'investissement de « *joint-venture*²¹³ ».

La doctrine se divise toutefois sur la question de l'origine du profit. En effet, la plupart du temps, le profit généré par les crypto-actifs émis lors d'ICO's ne dérive principalement pas de l'effort de l'organisateur, mais plutôt de la spéculation et des hausses de prix sur le marché secondaire.²¹⁴ Cependant, le simple fait que l'émetteur crée un marché secondaire de revente des titres émis ou aide l'investisseur à revendre le titre n'est pas suffisant, selon certaines juridictions, pour remplir la condition « d'effort des autres ». Il s'agira probablement d'analyser, au cas par cas, l'influence de l'organisateur de l'ICO sur le cours des crypto-actifs émis lors de l'ICO sur le marché secondaire.

²⁰⁵ Int'l Bhd. of Teamsters v. Daniel, *op. cit.* (voy. n 166).

²⁰⁶ Bamert v. Pulte Home Corp., 445 Fed. App'x 256, 262 (11th Cir. 2011).

²⁰⁷ SEC v. Merch. Capital, LLC, 483 F.3d 747, 755 (11th Cir. 2007).

²⁰⁸ *Ibid.*

²⁰⁹ Keith v. Black Diamond Advisors, Inc., 48 F. Supp. 2d 326, 332 33 (S.D.N.Y. 1999).

²¹⁰ Klaers v. St. Peter, 942 F.2d 535, 536, 538 (8th Cir. 1991).

²¹¹ Stewart v. Ragland, 934 F.2d 1033, 1038-40 (9th Cir. 1991).

²¹² Odom v. Slavik, 703 F.2d 212, 215 (6th Cir. 1983).

²¹³ Voy., par analogie, Williamson v. Tucker, 645 F.2d 404, 421 (5th Cir. 1981).

²¹⁴ N. ESSAGHOOLIAN, « Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation », *op. cit.* (voy. n 63), p. 334. Des juridictions américaines ont déjà tranché que lorsque les investisseurs misent plus sur les fluctuations des cours du marché que sur les « efforts de gestion » de l'émetteur afin de générer du profit, le contrat ne peut être qualifié de « valeur mobilière » (SEC v. Belmont Reid & Co., 794 F.2d 1388, 1391 (9th Cir. 1986)).

La question du lien entre le profit généré et « l'effort des autres » est au centre du « rapport DAO ». En l'espèce, le développeur du projet - l'entreprise allemande slock.it UG - avait opté pour la création d'une « organisation autonome décentralisée », opérant de façon automatisée sur base de contrats intelligents. Le DAO opérait comme une sorte de fonds d'investissement. Les investisseurs disposaient d'un droit de vote leur permettant de choisir parmi une série de projets dans lesquels investir et les contrats intelligents s'auto-exécutaient en accord avec ces choix. Néanmoins, la SEC a estimé qu'un lien suffisant existait entre les co-développeurs, les « conservateurs » (« *curators* ») des projets et le profit généré via les projets dans lequel l'organisation avait investi.

Ce faisant, elle a établi une présomption d'existence de ce lien lorsque (a) les efforts du fondateur du projet sous-jacent ou de tiers sont « essentiels » au succès de l'opération de levée de fonds et (b) les investisseurs n'ont pas de « contrôle substantiel » sur l'opération de levée de fonds.²¹⁵

In casu, la SEC a estimé que le rôle des développeurs dans la création de DAO et celui des curateurs dans la gestion active des fonds des investisseurs et du contrôle sur la sélection des projets d'investissement au nom des investisseurs étaient « essentiels au succès global et à la rentabilité des investissements via le DAO²¹⁶ ». Ainsi, à moins que les investisseurs ne disposent d'un contrôle substantiel sur le déroulement de l'ICO - le lien en question sera présumé.

Sous-section 2.3: Prise en compte de la réalité économique de la transaction

La juridiction suprême n'est pas liée par la dénomination donnée par les parties à leur transaction et fait primer la réalité économique sous-jacente. Dans l'arrêt *United House. Found., Inc v. Forman*, Associate Justice L. Powell écrit que « puisque les transactions impliquant des valeurs mobilières ont un caractère économique, le Congrès a eu pour intention d'appliquer ces statuts (le *Securities Act*) aux réalités économiques sous-jacentes à la transaction, et pas aux noms y étant attachés ».

Le contexte commercial et les termes de l'offre doivent également être pris en compte afin de déterminer si le législateur américain avait l'intention de soumettre une offre spécifique à l'application du *Securities Act*.²¹⁷

A titre d'exemple, en 2017, la SEC a ordonné la cessation des activités de *Munchee*, une entreprise californienne ayant initié une ICO afin de financer le développement d'une application Iphone. Ce faisant, la SEC a déclaré sans équivoque que la qualification des crypto-actifs émis en valeurs mobilières ne dépendait pas de la dénomination donnée par l'organisateur, mais des « réalités économiques » de la transaction sous-jacente. Elle a fait fi de la qualification en « jeton-utilité » opérée par *Munchee*, tout en admettant que les jetons étaient « principalement destinés à être utilisés à des

²¹⁵ Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, Exchange Act Release No. 81207 at 1-2 Quarterly 25, 2017).

²¹⁶ Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, Exchange Act Release No. 81207 at 1-2 Quarterly 25, 2017), par. 12-15.

²¹⁷ *Landreth Timber Co. v. Landreth*, 471 U.S. 681, 687 (1985).

« fins de consommation ». La SEC articula son raisonnement sur le fait de savoir si *Munchee* avait pu amener les investisseurs à « raisonnablement s'attendre » à profiter d'une « appréciation de la valeur des jetons MUN résultant du travail de développement de l'application de *Munchee* » et de « la vente des jetons sur le marché secondaire²¹⁸ ».

Comme le souligne J. DEBLER, l'injonction du régulateur financier est susceptible d'avoir des implications critiques quant à l'application du « *Howey Test* » aux ICO's.²¹⁹ En effet, la SEC brouille la distinction entre les jetons-utilité et les jetons-investissement dans la détermination de l'existence d'une « attente raisonnable de profit²²⁰ ». En outre, elle semble se départir de la jurisprudence établie de la Cour suprême, selon laquelle un investisseur ne peut « raisonnablement s'attendre à engranger du profit » lorsqu'il « acquiert un bien dans un but de consommation personnelle ou pour un usage personnel²²¹ ». Les décisions de la SEC ne lient pas l'appareil judiciaire. La sécurité juridique conduit à espérer que les Cours n'avalisent pas cette approche et continuent à mettre en avant l'intention des parties.

Section 3: Les exemptions

Le *Securities Act* prévoit toutefois une série d'exemptions pouvant potentiellement s'appliquer aux ICO's.²²²

Sous-section 3.1: La Section 4 (a) (2) 15 U.S.C. § 77d (a) (2)

Cette exemption vise les ventes « n'impliquant pas d'offre publique ». Selon la Cour suprême, elle s'applique lorsque « la classe de personne affectée » par la vente n'a « pas besoin de la protection du *Securities Act*²²³ ». L'appréciation dépend des connaissances et de l'expérience des destinataires de l'offre. Selon la SEC, la détermination du caractère privé d'une offre requiert une analyse des circonstances concrètes de l'offre et dépend, en particulier, de la relation entre les destinataires et l'offrant.²²⁴ D'autres facteurs à prendre en compte, nullement déterminants pris isolément, incluent la « taille » de la vente, le nombre d'investisseurs s'étant vus proposer l'offre, de l'information qui a été

²¹⁸ *Munchee Inc.*, Securities Act Release No. 10445 at 1 (Dec. 11, 2017) (unopposed cease-and-desist order), par. 1-9.

²¹⁹ J. DEBLER, « Foreign Initial Coin Offering Issuers Beware: The Securities and Exchange Commission is Watching », *op. cit.* (voy. n 50), p. 258.

²²⁰ J. MORGAN, « What I Learned Trading Cryptocurrencies while Studying the Law », *op. cit.* (voy. n 69), pp. 213-215.

²²¹ *United Hous. Found., Inc. v. Forman*, *op. cit.* (voy. n 192), par. 837 et par. 858.

²²² Z. MISSAN, « The SEC and Initial Coin Offerings: How Securities Laws Affect ICO », in *Review of Banking and Financial Law. Development in Banking Law, Boston U. Sch. of L.*, p. 91; A. NOLAN, E. DARTLEY, M. BAKER, J. REVEAL et J. RINEARSON, « Initial coin offerings: key US legal considerations for ICO investors and sponsors », *J. of Invest. Compl.*, Vol. 19, 2018, p. 4.

²²³ *SEC v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119, 125 (1953).

²²⁴ SEC's General Counsel. Factors Involved in Determining Whether Transaction Is « Public Offering » Securities Act Release No. 33-285, [1935 1936 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 2740 (Jan. 24, 1935); SEC Release No. 33-4552 (1962).

mise à leur disposition par l'offreur, la façon dont l'offre s'est déroulée ainsi que d'éventuelles restriction à la revente.

Sous-section 3.2: La « Regulation D »

Sous-section 3.2.1: La « Rule 504 »: les offres inférieures à \$5 millions

Sur pied de la *Section (3) (b) (1)*, la SEC a exempté des offres ne dépassant pas les \$5 millions. Ce « *safe harbour* » s'applique indépendamment de la qualité des investisseurs pour autant que l'éventuelle revente des valeurs mobilières émises fasse l'objet d'un enregistrement (sauf exemption particulière) durant un certain délai et que l'offre respecte les lois étatiques éventuellement applicables (surnommées « *blue sky laws* »)²²⁵.

Sous-section 3.2.2 La « Rule 506 »: les offres adressées à un nombre limité d'investisseurs

La *Rule 506* prévoit deux sortes d'exemption.

D'une part, elle exempte l'offre lorsque celle-ci est exclusivement adressée à des « investisseurs accrédités ». Dans ce cas, l'émetteur n'est pas limité par le nombre de destinataires à qui il formule son offre pour autant qu'il prenne des « mesures raisonnables » afin de s'assurer que les investisseurs soient bien « accrédités ».²²⁶ Les investisseurs accrédités sont des individus ou entités considérés comme étant « sophistiqués » sur base de leur patrimoine net personnel.²²⁷

De l'autre part, elle exempte certaines offres dont les destinataires ne sont pas tous des « investisseurs accrédités », pour autant que le nombre d'investisseurs non-accrédités visés par l'offre ne dépasse pas 35. Les investisseurs non-accrédités doivent tout de même être « sophistiqués », c'est à dire qu'ils doivent « avoir une connaissance et une expérience suffisante dans les domaines financier et des affaires (*business*) pour pouvoir être capable d'évaluer les mérites et les risques de l'investissement putatif²²⁸ ».

Au demeurant, l'offreur est soumis à une obligation d'information sur l'offre, laquelle doit être « libre de toute mention fausse ou déceptive » ainsi qu'à une obligation d'assistance. Elle échappe par contre à l'emprise des « *blue sky laws*²²⁹ ».

²²⁵ R. DAMBRE, « Initial Coin Offerings and US Securities Regulation: Challenges and Perspectives », *op. cit.* (voy. n 97), p. 10).

²²⁶ J. MORGAN, « What I Learned Trading Cryptocurrencies while Studying the Law », *op. cit.* (voy. n 69), p. 165 et p. 217. La SEC a détaillé plus amplement les différents facteurs à prendre afin de déterminer si l'émetteur a respecté l'obligation de vérification (Eliminating the Prohibition Against General Solicitation and General Advertising in Rule 506 and Rule 144A Offerings, U.S. Sec. & Exch. Comm. (Dec. 11, 2011)).

²²⁷ Z. MISSAN, « The SEC and Initial Coin Offerings: How Securities Laws Affect ICO », *op. cit.* (voy. n 222), p. 92.

²²⁸ Littéralement: « *must have sufficient knowledge and experience in financial and business matters to make them capable of evaluating the merits and risks of the prospective investment.* »

²²⁹ 15 U.S.C. § 77 r (b) (4) (*Exemption from State regulation of securities offerings*).

Les deux *Rules* prévoient toutefois une restriction sur la revente des valeurs mobilières²³⁰, laquelle s'accorde mal avec la nature des ICO's. En effet, c'est bien souvent la perspective d'encaisser une plus-value à la revente qui motive l'investissement dans l'ICO. En l'absence d'exemption particulière²³¹, l'obligation d'enregistrer la revente de jeton auprès de la SEC semble inappropriée au regard de la liquidité du marché secondaire.

Pire encore, en ce qui concerne les jetons-utilité, la possibilité de revente du jeton - indépendamment d'un éventuel motif esprit spéculatif - contribue à une allocation efficace du droit d'accès au service développé. En effet, il permet à l'investisseur, pas d'utiliser la technologie à laquelle il a obtenu un droit d'accès, de revendre ce droit à un tiers intéressé.²³²

Une solution serait à trouver dans la *Regulation A* telle qu'amendée le *JOBS Act*²³³. R. CAMPBELL distingue deux catégories (« *Tier* ») d'offres publiques autorisées par la *Regulation*²³⁴. La classe 1 prévoit un plafond à \$20 millions mais ne se préoccupe pas de la qualité de l'investisseur ni du montant qu'il investit, pour autant que l'offre respecte les éventuelles lois étatiques applicables.

La classe 2 plafonne l'offre à \$20 millions mais limite le montant que l'investisseur non-accrédité peut investir en fonction de son revenu ou de son patrimoine. Au demeurant, la classe 2 échappe aux lois étatiques.²³⁵ Cette exemption semble mieux s'accorder avec la nature des ICO's. Les organisateurs devront toutefois bien veiller à respecter l'obligation d'enregistrement sous la *Section 12 (g)* de l'*Act* lorsqu'ils projettent de lever un montant indéterminé.²³⁶

Comme le font remarquer J. ROHR et A. WRIGHT²³⁷, une autre difficulté est à trouver dans le fait que les ICO's ne sont pas systématiquement valorisées en dollars. Lorsque l'offreur requiert que le paiement soit effectué en crypto-monnaie (par exemple, en *Bitcoin* ou en *Ether*), le respect du seuil des 20 ou des 50 millions sera en partie contingent aux fluctuations des taux variables de conversion des crypto-monnaies en dollars sur les plateformes de conversion.

²³⁰ La *Rule 144* prévoit un délai de base de un an entre l'acquisition de la valeur mobilière et sa revente. Pour plus de détails, voyez U.S. Sec. & Exch. Comm., *Rule 144: Selling Restricted and Control Securities*, 6 janvier 2013.

²³¹ L'investisseur peut, par exemple, échapper à la restriction en revendant ses jetons à un investisseur institutionnel qualifié (« *qualified institutional buyer (QIB)* ») (*Section 4 (1) Exemption*). Voy. ég. la *Regulation S 17 C.F.R. § 230.904* prévoyant une exemption lorsque la revente est effectuée à des investisseurs localisés en dehors du territoire américain.

²³² J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 504.

²³³ 15 U.S.C. § 77c (b) (2) (A) (2012).

²³⁴ R. CAMPBELL, « The SEC's Regulation A +: Small Business Goes Under the Bus Again », *KY.L.J.*, Vol. 104, 2016, pp. 334-35.

²³⁵ *Ibid.*, p. 334.

²³⁶ La *Regulation A* prévoit une exception pour la classe 2 d'offre, mais elle semble peu réaliste eu égard à la nature de l'ICO, notamment en ce qui concerne l'obligation d'agent de transfert.

²³⁷ J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 510.

Chapitre 3. Vers une approche européenne des ICO's : quelques leçons de droit américain

En l'absence d'une prise de position par le législateur communautaire, la question de la régulation des ICO's a été saisie par les autorités des marchés financiers des États membres. Telle fragmentation s'accorde mal, à nos yeux, avec la nature transfrontalière des ICO's ainsi qu'avec l'objectif de création d'une véritable union des marchés financiers lancé par la Commission européenne.

Ce chapitre tend à porter le débat au niveau européen et suggérer une approche régulatrice harmonisée et inspirée de l'approche américaine.

Comme il a été vu sous le chapitre 2, l'approche américaine est fondée sur l'application du cadre légal existant (section 1), articulée autour de la notion de la valeur mobilière (section 2) à laquelle il est donné une interprétation substantielle, flexible, évolutive, qui prend en compte le contexte commercial et économique et qui est fondée sur l'intention spéculative sous-jacente à l'opération (section 3). Enfin, le chapitre discutera de l'application du règlement prospectus (section 4) et de la directive MIF (section 5).

Section 1: L'appréhension des ICO's à travers le cadre légal existant

Dans le rapport DAO, la SEC est sans équivoque quant à l'application aux ICO's du cadre juridique relatif aux marchés financiers. « Les lois fédérales américaines sur les valeurs mobilières peuvent s'appliquer à des activités variées, ce compris à la technologie de registre distribué, en fonction des faits et circonstances particulières, sans avoir égard à la forme de l'organisation ni à la technologie utilisée afin d'effectuer l'offre ou la vente²³⁸ ».

Le rapport opère une césure avec le paradigme de « quasi laissez-faire » ayant présidé à la politique du régulateur en matière de *Financial Technology* (« *FinTech* »). En effet, sur un fond d'idéologie capitaliste et libérale, la SEC a développé le concept de « régulation bac à sable » dans le but « d'encourager l'innovation dans le domaine des *FinTech* sans créer de risques dispensables pour les marchés financiers ni imposer de limites artificielles aux entreprises (de *FinTech*)²³⁹ ». L'objectif est de permettre aux entrepreneurs de développer leurs projets dans un cadre flexible, lequel est censé être adapté par la SEC au fur et à mesure de l'évolution de la technologie. Il est donc surprenant que la SEC n'ait pas opté pour un cadre flexible et évolutif, y préférant une approche curative et répressive.

²³⁸ Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, Exchange Act Release No. 81207, Quarterly 25, 2017, p. 10.

²³⁹ SEC Commissioner Michael S. Piwowar, *Statement at Financial Technology Forum*, 14 novembre 2016.

Du côté européen, l'application du cadre légal existant relatif aux marchés financiers serait souhaitable au regard des risques significatifs que comporte la nouvelle technologie. Dès lors que le citoyen européen se départit de « quelque chose de valeur », il devrait pouvoir bénéficier de la même protection que celle dont bénéficient les investisseurs sur les marchés financiers traditionnels.

Outre la directive sur les services financiers à distance²⁴⁰, J. GOOSSENS et K. VERSLYPE énumèrent les nombreuses législations susceptibles d'être applicables: la directive sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (« UCITS »²⁴¹), la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs (« AIFM »²⁴²), le règlement sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (« EMIR »²⁴³), le règlement sur les abus de marché (« MAR »²⁴⁴), la quatrième directive sur le blanchiment d'argent (« AMLD 4 »²⁴⁵), le « règlement prospectus²⁴⁶ » et la directive sur les marchés d'instruments financiers (« MIF »²⁴⁷)²⁴⁸. Partant, il convient de s'interroger sur l'accommodation précise des ICO's au sein du paysage législatif existant.

Section 2: L'articulation de l'approche autour de la notion de « valeur mobilière »

Comme énoncé ci-dessus, afin de déterminer l'éventuelle application du Securities Act aux ICO's, la SEC examine les crypto-actifs émis à travers le prisme de la notion de « contrat d'investissement », elle-même constituant une sous-catégorie de la notion de « valeur mobilière ».

²⁴⁰ G. GUTFLEISCH, « Crowdfunding and Initial Coin Offerings Under the EU Legal Framework », *op. cit.* (voy. n 83), p. 79.

²⁴¹ Dir. (CE) n° 2014/91/UE du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions, *J.O.U.E.*, L 257, du 29 août 2014, pp. 186–213.

²⁴² Dir. (CE) n° 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, *J.O.U.E.*, L 174, du 1er juillet 2011, pp. 1–73.

²⁴³ Règl. (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, *J.O.U.E.*, L 201, du 27 juillet 2012, pp. 1–59.

²⁴⁴ Règl. (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.*, L 173, du 12 juin 2014, pp. 1–61.

²⁴⁵ Dir. (CE) n° 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, modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 2005/60/CE du Parlement européen et du Conseil et la directive 2006/70/CE de la Commission, *J.O.U.E.*, L 141, du 5 juin 2015, p. 73–117.

²⁴⁶ Règl. (UE) n° 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, *J.O.U.E.*, L 168, du 30 juin 2017, pp. 12–82.

²⁴⁷ Dir. (CE) n° 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *J.O.U.E.*, L 173 du 12 juin 2014, pp. 349–496.

²⁴⁸ J. GOOSSENS et K. VERSLYPE, « Hoofdstuk III - Toepassing: virtuele munten », *op. cit.* (voy. n 100), p. 80–81.

Au coeur du droit européen des marchés financiers se trouve la notion « d'instrument financier », laquelle est définie par énumération (article 4, paragraphe 1, point 15), lu conjointement avec la section C de l'annexe I de la directive MIF). En effet, le règlement MAR et la directive MIF définissent leur champ d'application à partir de la notion d'instrument financier²⁴⁹, tandis que le règlement prospectus et la directive UCITS visent les offres de valeurs mobilières²⁵⁰ (« *transferable security* »), lesquelles constituent une sous-catégorie de la notion d'instrument financier. Ainsi, la qualification des crypto-actifs émis lors d'ICO's en « valeur mobilière » engendrerait potentiellement - en l'absence d'exceptions ou d'exemptions - l'application de ces actes. Concept juridique différent de son homologue américain, il s'avère nécessaire de le définir, d'en décortiquer les éléments constitutifs et d'examiner si - et dans quelle mesure - il peut englober les différentes catégories de jetons décrites ci-dessus.

Sous-section 2.1: Remarque préliminaire: les différences d'approche entre droit américain et droit européen

Selon la jurisprudence américaine, la qualification d'un titre en « valeur mobilière » est une question de substance et non de forme.²⁵¹ La notion de *security* - saisie à travers le « contrat d'investissement » - vise d'ailleurs à englober une infinité de mécanismes divers par lesquels une personne attire les capitaux d'une autre personne sur promesse de gains financiers futurs. Les juridictions privilégient l'analyse des caractéristiques de l'offre et des circonstances dans lesquelles elle est effectuée à la qualification donnée par les parties.²⁵²

L'approche américaine est pragmatique, flexible et fait primer la réalité économique d'une transaction sur sa dénomination formelle. L'on fait confiance au juge pour adapter la notion de « contrat d'investissement » à l'innovation financière et aux nouvelles technologies. Au demeurant, la cohérence de l'application (« *enforcement* ») des lois sur les valeurs mobilières est garantie par l'existence d'un gendarme unique - la SEC - ayant juridiction sur l'intégralité du territoire américain.

Par contraste, le droit européen des marchés financiers favorise une lecture littérale « noir-sur-blanc » de textes légaux volumineux et ésotériques. Selon P. MAUME et M. FROMBERGER, cela s'explique par un souci de cohérence et d'interprétation uniforme de la loi dû au fait que la supervision demeure largement entre les mains des autorités nationales.²⁵³ Aux définitions de concepts-clé - tel que le concept de « valeur mobilière » - le législateur substitue bien trop souvent des énumérations

²⁴⁹ Art. 4, par. 1, point 15) lu en combinaison avec le point 1 de la section C de l'annexe I et l'art. 44, par. 1, point 44 de la directive MIF; art. 2, par. 1 et 3, par. 1, point 1 du règlement MAR;

²⁵⁰ Art., par. 1 et art. 2, point a) du règlement prospectus; art. 1, par. 1 et art. 2, par. 1, point t) de la directive UCITS.

²⁵¹ J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 487; SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp., 320 U.S. 352-353 (1943).

²⁵² United Hous. Found., Inc. v. Forman, *op. cit.* (voy. n 192), par. 852.

²⁵³ P. HACKER et C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies Under EU Financial Law*, *op. cit.* (voy. n 64), p. 17; P. MAUME et M. FROMBERGER « Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws », *op. cit.* (voy n 36), pp. 573-573.

d'instruments. La rigidité qui en résulte permet difficilement une adaptation efficace des instruments légaux communautaires à l'innovation en matière de produits financiers²⁵⁴ ainsi qu'aux nouvelles technologies. En revanche, elle offre une certaine sécurité juridique aux acteurs économiques.

Sous-section 2.2: La valeur mobilière en droit européen

Sous-section 2.2.1: Base légale

L'article 4, paragraphe 1, point 44) de la directive MIF définit les valeurs mobilières comme étant des « catégories de titres négociables sur le marché des capitaux, à l'exception des instruments de paiement, telles que: (a) les actions de sociétés et autres titres équivalents à des actions de sociétés (...), (b) les obligations et autres titres de créance (...) (c) toute autre valeur donnant le droit d'acquérir ou de vendre de telles valeurs mobilières (...) ».

Les crypto-actifs émis lors d'ICO's ne figurent pas dans l'énumération exemplative de la directive. Cela ne veut cependant pas dire qu'ils ne constituent pas des valeurs mobilières.²⁵⁵ D'ailleurs, comme le fait remarquer L. DABIN, la dénomination au pluriel de « valeurs » est témoin de la volonté du législateur de viser un grand nombre de titres.²⁵⁶

Sous-section 2.2.2: Définition

« Qui sait aujourd'hui ce que sont les valeurs mobilières? » questionnait A. VIANDIER en 1991.²⁵⁷ L'interrogation n'a rien perdu en pertinence à l'heure actuelle. La valeur mobilière ne fait pas l'objet d'une définition harmonisée. Aux yeux de la directive MIF, elle n'est qu'une catégorie sous-jacente de celle « d'instrument financier », qui n'est pas non plus définie. En outre, la Cour de justice de l'Union européenne n'a pas (encore) usé de ses pouvoirs sous l'article 19 du Traité sur l'Union européenne et 267 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne pour éclairer la communauté juridique sur le sens précis de la notion, ce qui a poussé les législateurs nationaux à y substituer une liste d'instruments financiers.²⁵⁸

Comme le fait remarquer L. DABIN, le phénomène accru de diversification des valeurs mobilières rend particulièrement complexe toute tentative de définition.²⁵⁹ Pire encore, la dématérialisation généralisée

²⁵⁴ L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, *op. cit.* (voy. n 17), p. 60 et p. 171.

²⁵⁵ A. SNYERS et K. PAUWELS, « De ITO: A new kid on the block in het kapitaalmarktenrecht », *op. cit.* (voy. n 9), p. 187.

²⁵⁶ L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, *op. cit.* (voy. n 17), p. 175.

²⁵⁷ A. VIANDIER, « L'Europe et le droit des valeurs mobilières », *Bull. Joly. Soc.*, 1991, p. 575.

²⁵⁸ A. COURET et H. LE NABASQUE, *op. cit.* (voy. n 21), p. 227; P. MAUME et M. FROMBERGER « Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws », *op. cit.* (voy. n 36), pp. 573-574; En droit belge, la notion de « valeur mobilière » est une sous-catégorie de celle « d'instrument de placement » (P. DELLA FAILLE, « Chapitre 6: Prospectus », in *La réforme du régime du Tax Shelter*, Bruxelles, Editions Larcier 2015, p. 108).

²⁵⁹ L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, *op. cit.* (voy. n 17), pp. 171-173 et p. 188; voy. ég. H. BOUTHINON-DUMAS, *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, L.G.D.J., 2007, p. 151.

des valeurs mobilières a semé la confusion et la discorde entre les auteurs quant à leur qualification dans les différents ordres juridiques nationaux.²⁶⁰

Eu égard à l'absence de définition harmonisée et à la divergence d'approche entre les États membres, cette section vise à saisir la valeur mobilière sous ses traits caractéristiques tels qu'étant généralement reconnus par la doctrine. L'objectif est de démontrer, via une approche téléologique et fonctionnelle, que certaines catégories de crypto-actifs peuvent être qualifiées de tel. En pratique, eu égard à la diversité des crypto-actifs émis, leur qualification nécessitera probablement une analyse au cas par cas de la structuration de l'ICO, de ses caractéristiques²⁶¹, du matériel publicitaire et des efforts d'*advertising* sur internet ainsi que des termes et conditions spécifiques des contrats entre les différents acteurs.²⁶²

Sous-section 2.2.3: La « négociabilité sur les marchés financiers »

La caractéristique majeure de la valeur mobilière est celle de « négociabilité sur le marché financier²⁶³ », laquelle se compose de plusieurs éléments.²⁶⁴

Sous-section 2.2.3.1: « Transférabilité »

Un titre n'est « négociable » que s'il peut être « transféré ».²⁶⁵ Cela signifie qu'il ne peut y avoir d'obstacles rendant son transfert impossible ni de dépendance à de critères formels. Le marché secondaire doit être gouverné par le « principe de substitution d'un investisseur ou d'un opérateur par un autre²⁶⁶ ». Certes, l'émetteur pourrait prévoir des restrictions quant à la revente du titre, mais la condition de transférabilité est considérée comme non remplie seulement en cas d'impossibilité absolue de transfert du titre.

²⁶⁰ H. BOUTHINON-DUMAS, *ibid.*, p. 150.

²⁶¹ N. CROSSER, « Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain Utility Tokens Securities? », *op. cit.* (voy. n 11), p. 410.

²⁶² G. GUTFLEISCH, « Crowdfunding and Initial Coin Offerings Under the EU Legal Framework », *op. cit.* (voy. n 83), p. 80; J. GOOSSENS et K. VERSLYPE, « Hoofdstuk III - Toepassing: virtuele munten », *op. cit.* (voy. n 100), p. 80; H. JACQUEMIN et Y. POULLET, « Blockchain: une révolution pour le droit? », *J.T.*, 2018/36, n°6748, point 42. Le site « Coinbase » énumère la variété considérable des droits attachés aux jetons que l'on est susceptible de rencontrer (CoinBase, *A Securities Law Framework for Blockchain Tokens*, p. 10, disponible en ligne sur: <https://coincenter.org/entry/a-securities-law-framework-for-blockchain-tokens>, consulté le 15 juillet 2019).

²⁶³ L. DABIN met l'accent sur l'adjectif « mobilière », lequel est signe de la vocation de la valeur à circuler (L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, *op. cit.* (voy. n 17), p. 59 et p. 175).

²⁶⁴ P. MAUME et M. FROMBERGER « Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws », *op. cit.* (voy. n 36), pp. 573-581; J. BACON, J. MICHELS, C. MILLARD, et J. SINGH, « Blockchain Demystified: A Technical and Legal Introduction to Distributed and Centralised Ledgers », *Q.M. Sch. of L.*, Legal Studies Research Paper No. 268/2017, p. 38; H. BOUTHINON-DUMAS, *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, *op. cit.* (voy. n 259), p. 145.

²⁶⁵ A. SNYERS et K. PAUWELS, « De ITO: A new kid on the block in het kapitaalmarktenrecht », *op. cit.* (voy. n 9), p. 188.

²⁶⁶ L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, *op. cit.* (voy. n 17), p. 297.

En effet, l'Autorité européenne de supervision des marchés financiers (ci après: « AEFM ») estime que de simples restrictions ou prohibitions contractuelles concernant la revente de l'unité n'affectent pas sa transférabilité mais seulement la responsabilité de l'investisseur en cas de revente, tout en laissant intact la validité du transfert de propriété.²⁶⁷

L'Autorité fait reposer son interprétation sur la constatation que la directive prospectus requiert de l'émetteur qu'il fournisse des informations sur de potentielles restrictions assortissant la libre transférabilité des titres émis ((Annexe III, 4.8) ainsi que sur d'éventuelles accords de « *lock-up* » (Annexe III, 7.3).²⁶⁸, ce qui suppose que leur existence ne fait pas *de facto* obstacle à leur qualification de valeur mobilière. Au demeurant, elle estime que la condition de transférabilité doit être analysée au cas-par-cas.²⁶⁹

Concernant les ICO's, A. SNYERS et K. PAUWELS soulignent que la plupart des crypto-actifs sont conçus et programmés de sorte à ce qu'ils puissent être librement transférables et éventuellement « cotés ».²⁷⁰

Par contraste, certains organisateurs assortissent celle-ci de mécanismes rendant le transfert du crypto-actif techniquement impossible. Le but est que le crypto-actif ne puisse être utilisé qu'avec le logiciel développé et qu'il puisse être acheté à tout moment à un prix déterminé et fixe par l'investisseur auprès de l'organisateur sans être influencé par l'éventuelle spéculation sur les marchés secondaires.²⁷¹ Puisque la propriété du jeton ne peut rester qu'entre les mains du souscripteur, le jeton échapperait alors à la qualification de valeur mobilière.²⁷² Par exemple, la start-up EOS, assortit son ICO du mécanisme du « *lock-up* » afin de fixer les jetons sur la *blockchain*, rendant ainsi tout transfert ultérieur du jeton impossible.²⁷³

Par contre, lorsque le « *lock-up* » est temporaire, certains auteurs, dont P. MAUME et M. FROMBERGER, sont d'avis que les jetons devraient être qualifiés de valeur mobilière dès la vente afin

²⁶⁷ Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), *Questions and Answers. Prospectuses (30th updated version – April 2019)*, Question n° 67, p. 56. Le Conseil Technique de l'ancien Comité des régulateurs européens des valeurs mobilières (CESR) estimait que des restrictions sur la revente de valeurs mobilières n'empêchaient pas leur négociabilité pour autant qu'elles ne « dérangent » pas le marché (CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, CESR/05-290b, Box. 25, par. 84).

²⁶⁸ Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), *Ibid.*, p. 56.

²⁶⁹ *Ibid.*, p. 56.

²⁷⁰ Les auteurs en question utilisent le terme « *by design transferable* » (A. SNYERS et K. PAUWELS, « De ITO: A new kid on the block in het kapitaalmarktenrecht », *op. cit.* (voy. n 9), p. 184).

²⁷¹ Certains auteurs dénomment ces crypto-actifs « *pure utility tokens* » (A. SNYERS et K. PAUWELS, *Ibid.*, p. 185).

²⁷² P. HACKER et C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies Under EU Financial Law*, *op. cit.* (voy. n 64), pp. 20-21.

²⁷³ *EOS Mainnet Swap Update*, Binance, 1er juin 2018, point 19.

d'éviter que des organisateurs ne puissent contourner le texte légal par de simples moyens techniques.²⁷⁴

Sous-section 2.2.3.2: « Accès au marché des capitaux »

La valeur mobilière doit pouvoir être négociée sur des marchés financiers.²⁷⁵ La notion de « marché des capitaux » ne fait pas l'objet de définition en droit européen. L'on peut cependant se référer aux lignes directrices de la Commission européenne, laquelle lui confère une interprétation large, couvrant « tous les contextes où l'achat et la vente de valeurs mobilières se rencontrent²⁷⁶ ».

La Commission européenne se limite aux marchés de valeurs mobilières, tout en omettant d'en donner une définition. L'on se retrouve dans un raisonnement circulaire, où la valeur mobilière est définie en référence au marché des capitaux, lequel est défini en référence à la notion de valeur mobilière. Toutefois, P. MAUME et M. FROMBERGER soutiennent que l'approche flexible adoptée par la Commission permet une interprétation évolutive des lois financières et leur application aux nouvelles structures de marchés.²⁷⁷

Au demeurant, l'article 4, paragraphe 1, point 44) ne requiert qu'une « négociabilité » sur les marchés financiers, et non que lesdites valeurs mobilières soient effectivement négociées sur des marchés traditionnels. Ces marchés peuvent, par ailleurs, n'être que virtuels.²⁷⁸

Or, comme mentionné ci-dessus, les crypto-actifs sont bel et bien négociés sur un marché secondaire informel (constitué de plateformes d'échange et de bourses). A nos yeux, cela témoigne du potentiel de négociabilité que porte les crypto-actifs, qu'importe les structures sur lesquelles ils peuvent être revendus.

Sous-section 2.2.3.3: « Négociabilité »²⁷⁹

La condition de négociabilité²⁸⁰ est parfois rangée sous le critère de « transférabilité ». Elle désigne « l'aptitude d'un titre à être transférée d'un patrimoine à un autre²⁸¹ », autrement dit, la « facilité » et la « rapidité » avec laquelle la propriété de l'unité peut être transférée.²⁸²

²⁷⁴ P. MAUME et M. FROMBERGER « Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws », *op. cit.* (voy. n 36), pp. 575).

²⁷⁵ L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, *op. cit.* (voy. n 17), p. 62.

²⁷⁶ Commission européenne, *Your questions on MiFID*, 31 octobre 2008, Questions n° 3.2, 61 et 146.

²⁷⁷ P. MAUME et M. FROMBERGER « Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws », *op. cit.* (voy. n 36), pp. 576.

²⁷⁸ L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, *op. cit.* (voy. n 17), p. 294.

²⁷⁹ A. COURET et H. LE NABASQUE, *op. cit.* (voy. n 21), p. 228.

²⁸⁰ Aussi requise par l'article 2, par. 1, point a) de la directive prospectus.

²⁸¹ A. COURET et H. LE NABASQUE, *op. cit.* (voy. n 21), p. 736.

²⁸² H. DE VAUPLANE et J.-P. BORNET, *op. cit.* (voy. n 21), pp. 50-51.

Plus précisément, un titre est « négociable » si son « format permet sa vente ou son achat dans un marché structuré » (comme, par exemple, un marché des capitaux).²⁸³ Selon la Commission, le fait que le titre soit « de nature à être capable de faire l'objet d'une transaction » sur les plateformes régulées par la directive MIF est une « indication conclusive » qu'il s'agit d'une valeur mobilière.²⁸⁴

Comme énoncé ci-dessus, les jetons ne sont pas échangés via des « marchés réglementés » ou des « systèmes de négociation multilatérales » au sens de la directive MIF, mais via de nouvelles bourses et plateformes d'échange de crypto-actifs. Nous sommes cependant d'avis que la Commission n'avait pas pu prévoir l'avènement de ces plateformes.

Permettre aux organisateurs d'ICO et aux opérateurs de marché secondaire d'exciper à l'application du cadre législatif financier sous prétexte du caractère non-conventionnel du marché secondaire ferait échec à l'objectif d'adaptation de la directive MIF à l'avènement des plateformes d'échange alternatives (telles que les « *Alternative Trading System* »). Par ailleurs, ce n'est pas parce que la plateforme d'échange de crypto-actifs n'est pas expressément visée par la directive qu'elle ne peut en soi être couverte par une catégorie de marché existante.

Ainsi, dès lors que le crypto-actif a le potentiel d'être échangé via une plateforme par le truchement de laquelle se rencontrent l'offre et la demande, qu'il soit coté ou non sur celle-ci, il devrait pouvoir répondre à la notion de valeur mobilière au sens de la directive MIF. Au demeurant, la technologie de registre distribué sous-jacente devrait également permettre d'assurer un degré équivalent de sécurité et de fiabilité qui est requise de ces plateformes.

En pratique, ces plateformes d'échange se rapprochent d'ailleurs, par leurs fonctionnalités et leurs caractéristiques majeures, des marchés « non-réglementés »²⁸⁵ (« *Alternative Trading System* » ou « *Electronic Communication Network* »). Tout comme les ATS, elles sont nombreuses, dispersées et décentralisées dans une certaine mesure.²⁸⁶ Elles sont également organisées par et sous la responsabilité d'entités privées et échappent peu ou prou au contrôle public.²⁸⁷ Comme les ATS, elles opèrent par voie électronique et permettent un contact direct avec les investisseurs institutionnels, parfois même sous anonymat.²⁸⁸

²⁸³ P. MAUME et M. FROMBERGER « Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws », *op. cit.* (voy n 36), p. 578.

²⁸⁴ Commission européenne, *Your Questions on MiFID*, *op. cit.* (voy. n 276), Question n° 46.

²⁸⁵ Définis ici comme des systèmes de négociation électroniques transfrontaliers dont les participants sont établis dans des pays différents (L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, *op. cit.* (voy. n 17), p. 64.)

²⁸⁶ H. DE VAUPLANE et J.-P. BORNET, *op. cit.* (voy. n 21), p. 357.

²⁸⁷ A. COURET et H. LE NABASQUE, *op. cit.* (voy. n 21), p. 31; N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, *op. cit.* (voy. n 288), p. 767.

²⁸⁸ N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, 2e éd., Oxford University Press, Oxford, 2008, p. 766.

Sous-section 2.2.3.4: « Standardisation »

L. DABIN érige en critère primordial le caractère global de l'émission afin de pouvoir qualifier les titres de valeurs mobilières.²⁸⁹ Le critère de négociabilité requiert que l'unité soit « standardisée ». En effet, l'article 4, paragraphe 1, point 18) de la directive MIF se réfère à des « classes » de valeurs mobilières, ce qui implique qu'elles partagent un certain nombre de caractéristiques²⁹⁰ et qu'elles puissent être vendues sans qu'une négociation individuelle avec l'investisseur soit nécessaire.²⁹¹ Selon P. ZICKGRAF, cela implique que les unités doivent être identifiables et dénombrables.²⁹²

Il n'est par contre pas nécessaire que tous les crypto-actifs disponibles sur le marché - quel qu'en soit l'émetteur - partagent tous les mêmes caractéristiques.²⁹³ Ce qui est généralement requis, c'est une certaine « fongibilité » au sein d'une même classe de titres.²⁹⁴

Il suffirait, selon P. MAUME et M. FROMBERGER, que tous les crypto-actifs émis via une même ICO soient standardisés, ou qu'ils puissent être répartis entre différentes classes qui soient clairement identifiables²⁹⁵ afin de pouvoir être échangés, le cas échéant, sous couvert d'anonymat ou sous un pseudonyme. Une telle interprétation a le mérite de s'accorder avec l'infinie diversité et variété des ICO et des crypto-actifs émis. Par analogie, l'article 4, paragraphe 1, point 18) de la directive MIF cite les actions et les obligations comme « exemples » de valeurs mobilières alors que ces dernières connaissent moult variantes.²⁹⁶

Sous-section 2.3: La valeur mobilière n'est pas un instrument de paiement

Comme mentionné *supra*, les crypto-monnaies pourraient potentiellement être qualifiées de moyens de paiement. Le *Bitcoin* a d'ailleurs officiellement été reconnu comme un instrument contractuel de paiement par la Cour de justice de l'Union européenne (bien que la qualification ait eu lieu en vue de l'application des lois fiscales).²⁹⁷ Ces jetons sont donc à exclure de la notion de « valeur mobilière ». ²⁹⁸

²⁸⁹ L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, *op. cit.* (voy. n 17), p. 294.

²⁹⁰ CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, *op. cit.* (voy. n 267), p. 84.

²⁹¹ A. SNYERS et K. PAUWELS, « De ITO: A new kid on the block in het kapitaalmarktenrecht », *op. cit.* (voy. n 9), p. 189.

²⁹² P. ZICKGRAF, « Initial Coin Offerings – Ein Fall für das Kapitalmarktrecht? », *op. cit.* (voy. n 75), p. 299.

²⁹³ *Ibid.*, p. 300.

²⁹⁴ H. DE VAUPLANE et J.-P. BORNET, *op. cit.* (voy. n 21), p. 48; A. LAUDE, « La fongibilité », *RTD com.* 1995, p. 307, n° 10; S. PARAMESWARAN, *Fundamentals of Financial Instruments. An Introduction to Stocks, Bonds, Foreign Exchange, and Derivatives*, John Wiley and Sons Ltd, 2011, p. 49.

²⁹⁵ P. MAUME et M. FROMBERGER « Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws », *op. cit.* (voy. n 36), pp. 580-581. A noter que l'opinion partagée également par P. HACKER et C. THOMALE (P. HACKER et C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies Under EU Financial Law*, *op. cit.* (voy. n 64) p. 23).

²⁹⁶ Pour un aperçu, voy., par ex., S. PARAMESWARAN, *Fundamentals of Financial Instruments. An Introduction to Stocks, Bonds, Foreign Exchange, and Derivatives*, *op. cit.* (voy. n 294), ch. 3.

²⁹⁷ C.J.U.E. (5ème ch.), 22 octobre 2015, (Skatteverket v. David Hedqvist), C-264/14.. Aux États-Unis, la « Security and Exchange Commission (SEC) » a estimé que le *Bitcoin* constituait de l'argent au sens des lois sur les marchés financiers (SEC v. Shavers, *op. cit.* (voy. n 168)).

²⁹⁸ Comme le souligne H. WAGNER, puisque ces jetons ont pour fonction principale de constituer un instrument de paiement, ils ne sont pas comparables à des valeurs mobilières (H. WAGNER, « ICO's - Luxembourg legal aspects », *op. cit.* (voy. n 6), p. 54).

Cela ne veut pas pour autant dire qu'il n'est pas nécessaire de les réguler, mais que le droit des services de paiement serait mieux armé afin de protéger l'investisseur. Au demeurant, un crypto-actif qui présenterait des caractéristiques hybrides pourrait faire l'objet d'une application distributive des lois sur les marchés financiers et sur les services de paiement en fonction de son utilisation.²⁹⁹

Section 3: L'approche substantielle, flexible, évolutive, prenant en compte le contexte commercial et économique et se fondant sur l'existence d'une intention spéculative

L'essence de l'approche américaine est de déterminer l'intention prédominante ayant motivé l'investisseur.³⁰⁰ Qu'importe la dénomination ou la structure de l'opération (approche substantielle et évolutive), si l'acquisition du titre a été principalement motivée par la perspective de génération de gains - autrement dit par une intention spéculative - elle tombe sous le champ d'application des lois financières. Lorsque l'intention principale est de consommer le bien ou utiliser le service, l'opération est considérée comme étrangère à la sphère financière.³⁰¹

L'intention spéculative doit être décelée dans le chef de l'investisseur, mais également dans celui du promoteur. En effet, il s'agit de déterminer si le promoteur pouvait raisonnablement s'attendre à ce que l'investisseur puisse être principalement motivé par la perspective de gains. À cette fin, le régulateur scrutera l'effort de publicité et de marketing de l'opération afin de déterminer si le titre a été présenté à l'investisseur putatif sous l'angle de son potentiel de gains financiers plutôt que sous l'angle de son utilité pratique (prise en compte du contexte commercial et économique).

Il est de notre avis que l'existence d'une intention spéculative sous-jacente à l'acquisition du crypto-actif émis lors d'une ICO est déterminante de sa qualification en valeur mobilière et - par ricochet - de l'application du cadre législatif financier en droit européen.

Cette position trouve appui dans le texte de la directive MIF (sous-section 3.1) ainsi que dans la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne (sous-section 3.2).

Sous-section 3.1: La directive MIF et le « test de comparabilité »

Pour pouvoir être qualifié de valeur mobilière, l'on considère généralement qu'un titre doit être « comparable à des catégories existantes de valeurs mobilières³⁰² ». La directive MIF cite - à titre exemplatif et non-exhaustif - l'action, l'obligation et les produits dérivés comme étant des valeurs mobilières. Or, au-delà des dénominations diverses et de la variété de droits y étant attachés, autant les

²⁹⁹ D. YERMACK, « Is Bitcoin a Real Currency: An Economic Appraisal », in Lee (ed) *Handbook of Digital Currency*, Elsevier, 2015, pp. 31-32.

³⁰⁰ P. ZICKGRAF, « Initial Coin Offerings – Ein Fall für das Kapitalmarktrecht? », *op. cit.* (voy. n 75), p. 304.

³⁰¹ J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 468.

³⁰² A. SNYERS et K. PAUWELS, « De ITO: A new kid on the block in het kapitaalmarktenrecht », *op. cit.* (voy. n 9), p. 190.

actions que les obligations et les produits dérivés représentent, en substance, des investissements motivés par « l'attente de profits »³⁰³ qui impliquent un risque, un aléa quant à la valeur future de du titre. L'intention spéculative est inhérente à l'acquisition de la valeur mobilière au sens de la directive MIF et pourrait constituer l'élément central du test de comparabilité.

Sous-section 3.2: La jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne: l'arrêt « Hedqvist »

Dans l'arrêt « Hedqvist », la Cour de justice interprète l'article 135, paragraphe 1, point e) de la directive 2006/112 en ce qu'il exonère de TVA les opérations d'achat et de vente d'unités de *Bitcoins* à titre professionnel. Outre les conséquences en droit fiscal, l'arrêt est d'une importance capitale en ce qu'il reflète l'approche prise par la Cour quant à la qualification juridique des crypto-actifs.

En effet, elle fait reposer son raisonnement sur l'intention des parties à la transaction. Elle constate que dans le cadre des opérations de vente de *Bitcoins* effectuées par la société de l'intéressé, les unités de devise virtuelle « ont été acceptées par les parties à une transaction en tant que moyen de paiement alternatif aux moyens de paiement légaux et n'ont pas de finalité autre que celle de moyen de paiement³⁰⁴ ».

La primauté de l'intention des parties telle qu'avancée par la Cour lors de la qualification des crypto-actifs devrait – à nos yeux et afin de conserver une certaine cohérence - servir de base de toute régulation des crypto-actifs.

Sous-section 3.3: Application aux crypto-actifs émis lors d'ICO's

L'acquisition de jetons-investissements est intrinsèquement spéculative, l'unique objectif étant la génération de profits. Leur qualification de valeur mobilière ne fait d'ailleurs pas l'objet de nombreux débats dans la doctrine.³⁰⁵ L'élément de « comparabilité » est d'autant plus marqué qu'ils représentent, au même titre que les valeurs mobilières, des « prétentions sur les revenus futurs de l'entreprise émettrice ».³⁰⁶

La qualification des jetons-utilité en valeur mobilière fait par contre l'objet d'opinion divergentes, en raison de leur double-nature (« nature de consommation » et nature spéculative) et de la forte volatilité

³⁰³ Telle semble être également l'analyse du législateur belge. En effet, lors de la transposition de la Directive MIF de 2004, il a substitué la notion de « valeur mobilière » celle de « instrument de placement » afin de couvrir « tout instrument permettant un investissement financier » sous la loi prospectus de 2006 (D. RAES, « Le nouveau régime prospectus en droit belge », *D.B.F.-B.F.R.*, 2018/4, p. 220).

³⁰⁴ C.J.U.E. (5ème ch.), 22 octobre 2015, (*Skatteverket v. David*), *op. cit.* (voy. n 297), par. 49 et par. 52. Voy. ég. le point 17 des conclusions de l'Avocat général.

³⁰⁵ N. ESSAGHOOLIAN, « Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation », *op. cit.* (voy. n 63), p. 332; J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 490; A. SNYERS et K. PAUWELS, « De ITO: A new kid on the block in het kapitaalmarktenrecht », *op. cit.* (voy. n 9), p. 191.

³⁰⁶ L. GULLIFER et J. PAYNE, *Corporate Finance Law. Principles and Policy*, 2e éd., Hart Publishing Ltd, Oxford, 2015, p. 486.

sur le marché secondaire.³⁰⁷ La controverse est d'autant plus aigüe qu'en pratique, les crypto-actifs émis lors d'ICO's combinent en effet souvent des éléments de jeton-utilité et de jetons-investissements.³⁰⁸ Par exemple, les KODAKCoins permettent à la fois le fonctionnement du système de gestion des droits intellectuels en servant de moyen de rémunération des artistes (fonction utilitaire) et à des petits investisseurs de dégager du profit suite à l'appréciation escomptée de la valeur du jeton (fonction d'investissement).

Certains auteurs estiment que la finalité « de consommation » (« *consumptive* ») du crypto-actif fait obstacle à l'application des lois sur les valeurs mobilières³⁰⁹, tandis que d'autres estiment que la seule possibilité de générer un profit à la revente devrait suffire à le qualifier de valeur mobilière.³¹⁰ A nos yeux - et en ligne avec l'approche américaine - le critère de l'intention prédominante sous-jacente à l'acquisition de l'actif pourrait servir de base afin de juger de l'application du cadre législatif financier européen. Il incomberait aux régulateurs nationaux d'analyser les efforts de marketing et de publicité des organisateurs d'ICO's afin de déterminer si l'organisateur avait raisonnablement pu prévoir que l'investisseur putatif perçoive le titre comme une possibilité d'investissement.

En effet, le droit européen des marchés financiers a pour objectif la protection des investisseurs et non celle des consommateurs.³¹¹ Lorsque le crypto-actif est offert à l'investisseur putatif comme un titre représentatif d'un droit d'usage d'un service - et perçu comme tel par ce dernier - il devrait tomber exclusivement sous le régime du droit de la consommation.³¹² Par ailleurs, nous sommes d'accord avec l'AEMF lorsque l'autorité estime que qualifier tous les crypto-actifs quels qu'ils soient d'instrument financier aurait des conséquences collatérales indésirables, d'où la nécessité de distinguer entre les différentes catégories.³¹³

En pratique toutefois, une détermination individuelle de l'intention subjective prédominante de l'investisseur pourrait s'avérer complexe, onéreuse et peu favorable à la sécurité juridique.³¹⁴ Nous estimons qu'il serait préférable d'établir des présomptions en fonction du moment de l'offre des jetons.

³⁰⁷ L. KLOHN, N. PARHOFER et D. RESAS, *Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation*, 26 novembre 2018, pp. 31-32, disponible sur www.ssrn.com/abstract=3290882, consulté le 15 juillet 2019; J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 468.

³⁰⁸ J. BACON, J. MICHELS, C. MILLARD, et J. SINGH, « Blockchain Demystified: A Technical and Legal Introduction to Distributed and Centralised Ledgers », *op. cit.* (voy. n 264), p. 37.

³⁰⁹ P. HACKER et C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies Under EU Financial Law*, *op. cit.* (voy. n 64), p. 29.

³¹⁰ N. ESSAGHOOLIAN, « Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation », *op. cit.* (voy. n 63), p. 311.

³¹¹ N. MOLONEY fait également remarquer qu'il relève en effet du souhait du législateur communautaire de n'appliquer les législations financières qu'aux « instruments comparables aux instruments financiers traditionnels » (N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, Oxford, p. 345).

³¹² D. ZETTSCHKE, R. BUCKLEY, D. ARNER et L. FÖRH, « The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators », *op. cit.* (voy. n 8), p. 37.

³¹³ Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 January 2019, p. 88.

³¹⁴ R. DAMBRE, « Initial Coin Offerings and US Securities Regulation: Challenges and Perspectives », *op. cit.* (voy. n 97), p. 11.

Sous-section 3.3.1: Première hypothèse. L'offre a lieu avant que le logiciel auquel le jeton-utilité octroie l'usage ne soit devenu opérationnel

N. ESSAGHOOLIAN observe qu'en pratique, l'offre a souvent lieu avant que le logiciel soit opérationnel, les fonds étant levés dans le but de le développer et le mettre en place.³¹⁵ Le logiciel sous-jacent est encore en phase de lancement et il existe un risque qu'il soit déficient, voir qu'il ne soit jamais opérationnel.³¹⁶

Or, l'organisateur de l'ICO, tout comme celui d'une offre publique traditionnelle, est mieux à même d'évaluer ces risques ainsi que les perspectives de profit. L'opération est marquée par une asymétrie informationnelle d'autant plus aigüe que l'information concernant l'organisateur et le logiciel n'est pas toujours accessible ni aisément compréhensible au regard de l'investisseur putatif. L'organisateur n'a généralement pas d'antécédents auxquels l'investisseur putatif peut se référer afin d'évaluer les chances de succès et le projet lui-même - à savoir le développement d'un logiciel - se présente sous la forme d'un code informatique bien souvent indéchiffrable pour ce dernier.

La portée mondiale de l'ICO a pour conséquence que les investisseurs ne connaissent que très peu - voire pas du tout - l'organisateur, quand celui-ci ne se présente pas carrément sous un pseudonyme. L'utilisation d'un contrat intelligent prive l'investisseur de tout pouvoir de négociation sur les conditions d'achat du jeton - y compris sur le dévoilement d'informations relatives au projet ainsi que sur sa protection contre toute offre ultérieure de jetons qui entraînerait la dilution de la valeur des jetons.

À ce stade, le jeton n'a aucune valeur fondamentale intrinsèque³¹⁷, laquelle est purement spéculative et dépend de l'effort de l'émetteur.³¹⁸ Il ne semble donc pas déraisonnable de présumer que lorsque la vente a lieu préalablement à l'opérationnalisation du logiciel, l'investisseur soit principalement motivé par la perspective d'appréciation de la valeur du jeton suite au succès du logiciel et d'encaissement d'une plus-value à la revente.³¹⁹

³¹⁵ N. ESSAGHOOLIAN, « Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation », *op. cit.* (voy. n 63), p. 311.

³¹⁶ J. GOOSSENS et K. VERSLYPE, « Hoofdstuk III - Toepassing: virtuele munten », *op. cit.* (voy. n 100), p. 79.

³¹⁷ Il n'est en effet pas possible de calculer la valeur présente des futurs revenus générés par le titre que représente le jeton, puisque le projet sous-jacent n'a pas encore été développé et il n'existe aucune garantie qu'il soit un jour opérationnel (pour une définition de la notion de « valeur fondamentale » (voy. E. GERDING, « Laws Against Bubbles: An Experimental-Asset-Market Approach to Analyzing Financial Regulation », *Wis. L. Rev.*, 2007, p. 988).

³¹⁸ N. ESSAGHOOLIAN, « Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation », *op. cit.* (voy. n 63), p. 312.

³¹⁹ A souligner que la spéculation constitue une finalité caractéristique de valeur mobilière en droit belge et en droit français (L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, *op. cit.* (voy. n 17), p. 188; A.-D. MERVILLE, *Droit financier*, 2e éd., Gualino, 2015, p. 42).

Cette thèse est supportée par R. ROBINSON, qui souligne qu'en réalité - et malgré les tentatives de contourner les régulations en matière d'offres de valeurs mobilières en présentant les jetons comme des « jetons-utilité » - la plupart de ces jetons sont effectivement achetés à des fins spéculatives.³²⁰

Sous-section 3.3.2: L'offre a lieu après que le logiciel auquel le jeton octroie l'usage soit devenu opérationnel

A contrario, lorsque le jeton est vendu consécutivement à l'opérationnalisation du logiciel, l'on peut présumer que l'investisseur est réellement motivé par la perspective d'en faire usage. À ce stade, le prix du jeton est déterminé par l'offre et la demande, non plus par la spéculation sur le marché secondaire, ce qui réduit les perspectives de profits à la revente.³²¹

Section 4: Application du règlement prospectus

L'obligation de dévoilement d'informations prévue par le *Securities Act* trouve son équivalent européen dans le règlement prospectus. Publié au Journal officiel de l'Union européenne le 30 juin 2017, le nouveau règlement remplace la directive de 2004 et est directement applicable. Il requiert, en principe, que toute « offre au public de valeurs mobilières », fasse l'objet de la publication d'un prospectus et son approbation préalable par l'autorité financière nationale compétente.³²²

La notion de « offre au public de valeurs mobilières » est définie à l'article 2, point d) comme « une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou souscrire ces valeurs mobilières ».

Le caractère vague et abstrait de la définition d'offre permet de couvrir l'infime variété des « *White Papers* » émis préalablement aux ICO's. Ainsi, la qualification des jetons-investissements et des jetons-utilité à finalité spéculative prédominante de valeur mobilière enclencherait, en principe, l'application du règlement. Par ailleurs, l'absence d'exigence de personnalité morale permettrait l'application du règlement aux organisateurs personnes physiques d'ICO's.

À titre préliminaire, il est opportun d'aborder un problème spécifique aux ICO's, à savoir, l'évaluation précise de la contribution des investisseurs. En effet, la plupart des organisateurs réclament que le paiement soit effectué en crypto-monnaie. Or, la valeur des crypto-monnaies est tributaire de la volatilité sur les plateformes d'échange à flux bidirectionnel.³²³ Il suffit d'observer le cours du *Bitcoin* ces quelques derniers mois pour saisir la complexité et l'ampleur du problème.

³²⁰ R. ROBINSON, « The New Digital Wild West: Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings », *Tenn. L. Rev.*, p. 951.

³²¹ N. ESSAGHOOLIAN, « Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation », *op. cit.* (voy. n 63), p. 333; J. PARK, « When are tokens securities? Some questions form the perplexed », *op. cit.* (voy. n 31), pp. 12-13.

³²² L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, *op. cit.* (voy. n 17), p. 360.

³²³ Voy. par ex. AnycoinDirect (www.anycoindirect.eu/nl/), Litebit (www.litebit.eu/nl/verkopen), BTCDirect (www.btcdirect.eu/nl-b).

Concernant les ICO's, quatre scénarios seraient à distinguer en fonction du montant total levé.

Sous-section 4.1: Les ICO's dont le montant total dans l'Union est inférieur à 1 000 000 EUR calculé sur une période de douze mois

Ces ICO's seraient exemptées de l'obligation de prospectus sur pied de l'article 1, paragraphe 3 du règlement. Cela permettrait de mettre à l'abri les organisateurs cherchant à lever des fonds modestes pour le développement de leur logiciel pour lesquels « le coût de l'élaboration d'un prospectus conformément au présent règlement risque d'être disproportionné par rapport aux fonds que l'offre devrait permettre de lever ». Le règlement permet toutefois aux États membres, dans ce cas, « d'imposer d'autres obligations d'information au niveau national, dès lors que de telles obligations ne constituent pas une charge disproportionnée ou inutile par rapport à ces offres de valeurs mobilières » (considérant 12 et article 1, paragraphe 3).

A nos yeux, le règlement parvient à trouver un compromis équilibré entre les objectifs antagonistes qui président à sa création. À savoir, il permet de concilier l'objectif du législateur de faciliter l'accès aux capitaux pour les petits acteurs économiques (principalement les PME) (considérant 51) ainsi que celui d'encourager l'innovation sur les marchés financiers (considérant 83 (7)) avec l'objectif de réduction de l'asymétrie informationnelle (considéranants 3 et 54) et de protection de l'investisseur (considéranants 7, 27 et 87).

Sous-section 4.2: Les ICO's dont le montant total dans l'Union est supérieur à 1 000 000 EUR mais inférieur à 8 000 000 EUR, calculé sur une période de douze mois

Concernant les ICO's dont le montant est trop important que pour bénéficier de l'exemption mais reste sous le seuil des 8 000 000 EUR, le règlement autorise les États membres à prévoir une exemption de publication d'un prospectus (article 3, paragraphe 2 du règlement, lu à la lumière du considérant 13). Telle possibilité permettrait aux États membres plus favorables au développement des ICO's (tels que l'Estonie et Malte) de prévoir un cadre juridique plus accueillant tout en ne faisant pas indûment concurrence aux États plus réticents face à cette nouvelle technologie.³²⁴

En effet, le règlement prévoit que l'émetteur qui se prévaudrait d'une exemption nationale créée sur pied de l'article 3, paragraphe 2 ne bénéficierait pas du « passeport européen » dont bénéficieraient les émetteurs ayant publié un prospectus approuvé au préalable par les autorités compétentes. Au demeurant, le règlement prévoit une possibilité de « *opt-in* »³²⁵ par laquelle l'émetteur peut

³²⁴ A noter que le législateur belge a décidé de fixer ce seuil à 5 000 000 EUR et a habilité le Roi afin de désigner quels MTF peuvent bénéficier de l'exemption (article 7 de la loi du 11 juillet 2018 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, *M.B.*, 20 juillet 2018, p. 58312).

³²⁵ V. DEMEUR, « Révision de la directive prospectus: État des lieux et grandes lignes des nouvelles mesures envisagées », *D.B.F/B.F.R.*, 2016/6, p. 402.

volontairement se soumettre à l'obligation de publication de prospectus s'il souhaite bénéficier du passeport européen (article 4 et considérant 23).

Sous-section 4.3: Les ICO's dont le montant total dans l'Union est supérieur à 1 000 000 EUR mais inférieur à 20 000 000 EUR calculé sur une période de douze mois

En outre, toujours dans l'objectif d'encourager les PME à recourir au financement sur les marchés des capitaux, le règlement porte une attention particulière pour les « marchés de croissance », que le législateur considère comme un « outil prometteur pour permettre aux petites entreprises en expansion de lever des fonds ». Le législateur européen a donc décidé de sortir du modèle « *one-size-fits-all* » de la directive de 2004³²⁶ en établissant un « régime spécifique et proportionné » pour « certaines sociétés offrant au public des valeurs mobilières dont le montant total dans l'Union ne dépasse pas 20 000 000 EUR » (considérant 51).

L'article 15 prévoit la possibilité d'établir un « prospectus de croissance³²⁷ » lors d'offres au public de valeurs mobilières pour certaines catégories d'émetteurs non cotés sur un marché réglementé³²⁸, à savoir les PME (paragraphe 2, point a)). Les émetteurs, autres que les PME, dont les valeurs mobilières sont négociées ou seront négociées sur un marché de croissance des PME, à condition que leur capitalisation boursière moyenne soit inférieure à 500 000 000 EUR (paragraphe 2, point b)). Les émetteurs, autres que ceux visés aux points a) et b), lorsque le montant total dans l'Union de l'offre au public de valeurs mobilières ne dépasse pas 20 000 000 EUR, ce montant étant calculé sur une période de douze mois, et à condition que ces émetteurs n'aient pas de valeurs mobilières négociées sur un MTF et que le nombre moyen de leur salariés n'ait pas été supérieur à 499 au cours de l'exercice financier précédent (paragraphe 2, point c)). Et enfin, les offreurs de valeurs mobilières émises par ces derniers (paragraphe 2, point d)).

Concernant les ICO's, plusieurs problèmes semblent faire obstacle à l'application de l'article 15. Tout d'abord, tous les organisateurs d'ICO's ne disposent pas de la personnalité morale. Or, PME et émetteurs sont tout deux définis dans le règlement comme des entités disposant de la personnalité

³²⁶ Le législateur européen avait déjà été fort critiqué pour avoir imposé à tous les émetteurs, en principe, les mêmes exigences de dévoilement (N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, *op. cit.* (voy. n 288), p. 135).

³²⁷ Défini par l'article 15, paragraphe 1 *in fine* de la directive MIF comme un document établi sous une forme normalisée, rédigé dans un langage simple, et facile à établir pour les émetteurs. Il consiste en un résumé spécifique fondé sur l'article 7 de la directive MIF, un document d'enregistrement spécifique et une note spécifique relative aux valeurs mobilières.

³²⁸ Les PME cotées, quant à elles, bénéficieront du régime spécifique applicable aux offres secondaires réalisées par des sociétés déjà cotées (V. DEMEUR, « Révision de la directive prospectus: État des lieux et grandes lignes des nouvelles mesures envisagées », *op. cit.*, (voy. n 325), pp. 405-406).

morale (article 2, points f) et h)) tandis que la définition des PME avancée par la directive MIF est exclusive des entités ayant moins de trois ans d'existence (article 4, paragraphe 13).

Nous postulons que, cette exigence pourrait utilement servir de « carotte » afin d'induire des organisateurs d'ICO dont le montant dépasse 1 000 000 EUR mais qui ne bénéficient pas de régime d'exemption nationale à se constituer en société. Cela apporterait un certain degré de transparence et limiterait le risque de fraude. En outre, cela induirait ces mêmes organisateurs à se soumettre à l'application du règlement alors qu'ils seraient tentés - au vu de l'ampleur et de la lourdeur de l'obligation de publication d'un prospectus de base - de poursuivre leurs activités dans l'illégalité ou de fuir vers des juridictions plus accueillantes.

A contrario, leur priver du bénéfice du prospectus de croissance serait, à nos yeux, contraire à l'objectif du règlement de « trouver un juste équilibre entre l'accès économiquement avantageux aux marchés financiers et la protection des investisseurs » (considérant 51) ainsi que de la nécessité d'adapter les informations devant figurer dans le prospectus à la nature et à la situation de l'émetteur (considérant 27).

Deuxièmement, le considérant 51 semble lier le bénéfice du prospectus de croissance aux « marchés de croissance », lesquels ne font pas l'objet d'une définition dans le règlement. L'article 2, point w) du règlement prospectus renvoie à la définition prévue par l'article 4, paragraphe 1, point 12) de la directive MIF. Selon les termes de l'article, un « marché de croissance des PME » est un MTF qui est enregistré en tant que marché de croissance des PME conformément à l'article 33 ». ³²⁹ L'article 33, paragraphe 1 de la directive MIF prévoit la possibilité de demande individuelle d'enregistrement des MTF en tant que « marché de croissance » auprès des autorités compétentes des États membres.

Le « marché de croissance » ne fait donc l'objet que d'une définition procédurale et non substantielle. Récemment apparu dans le paysage législatif communautaire afin de faciliter l'accès des PME aux capitaux, le marché de croissance est un concept vague ³³⁰ visant à couvrir des « marchés spécialisés conçus pour répondre aux besoins des petits et moyens émetteurs » (considérant 132), à savoir, principalement, les PME (article 33, paragraphe 3 et considérant 135).

Or, l'article 33, paragraphe 3, point a) de la directive MIF exige, pour qu'un MTF puisse obtenir le statut de « marché de croissance » qu'au moins 50 % des émetteurs dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur ce MTF soient, au moment où le MTF est enregistré, des PME. L'on

³²⁹ Au demeurant, la doctrine publiée et consultée jusqu'à présent n'a pas permis d'éclaircir davantage cette notion de « marché de croissance » (V. DEMEUR, « Révision de la directive prospectus: État des lieux et grandes lignes des nouvelles mesures envisagées », *op. cit.*, (voy. n 325), pp. 406).

³³⁰ T. CRUYSMANS, « Le marché de croissance des PME, vous avez dit poudre aux yeux? », *Rev. banc. fin.*, 2017, p. 297.

retombe ainsi que la principale pierre d'achoppement qui est la constitution des organisateurs d'ICO en société. Il est en effet très peu probable que 50% des ICO's ayant été exécutées par le biais des plateformes d'échange spécialisées aient été le fruit d'organismes constitués en société.

Cependant, l'article 15 du règlement lui-même ne lie spécifiquement le bénéfice du prospectus simplifié à l'exigence de négociation sur un marché de croissance que dans le chef des émetteurs visés à l'article 15, paragraphe, point b). A nos yeux, si le législateur avait souhaité que l'exigence soit requise pour tous les destinataires visés par l'article en question, il l'aurait mentionnée parmi les conditions générales de l'article 15, paragraphe 1 ou, individuellement, sous chaque catégorie de destinataires. Cela nous mène à conclure que la catégorie d'émetteurs visés par l'article 15, paragraphe, point b) pourrait inclure les organisateurs d'ICO's pour autant que ceux-ci acquiert la personnalité morale.

Enfin, la flexibilité offerte à la Commission européenne par l'article 15, paragraphe 2 du règlement lui permettrait d'accommoder les particularités des ICO's. Il serait – à nos yeux - souhaitable que le législateur européen prolonge l'habilitation conférée à la Commission européenne afin qu'elle puisse, selon la procédure fixée à l'article 44³³¹, adapter le contenu et la forme du prospectus de croissance aux spécificités technologiques des ICO's. L'objectif de l'obligation de publication du prospectus est de permettre aux investisseurs putatifs de faire des choix informés³³² et allouer leurs ressources de façon efficiente.³³³ Puisqu'ils investissent, via l'ICO, dans le développement d'un logiciel, il serait opportun que le code sous-jacent au logiciel fasse l'objet d'une obligation de publication. Cela permettrait à l'investisseur putatif - éventuellement assisté par un conseil technique - d'évaluer la faisabilité, la qualité et la sécurité du logiciel dans lequel il s'apprête à investir.

Sous-section 4.4: Les ICO's dont le montant total dans l'Union est supérieur à 20 000 000 EUR, calculé sur une période de douze mois

L'obligation de publication d'un prospectus prévue à l'article 1 du règlement fait abstraction de la qualité et du statut juridique de l'émetteur (au sens commun du terme). Les organisateurs d'ICO dont le montant total dépasserait les 1 000 000 EUR ne pouvant bénéficier d'exemptions nationales ni du prospectus de croissance seraient soumis à l'obligation de publication du prospectus de base, tel que préalablement approuvé par l'autorité compétente (article 6 à 8).

L'émetteur veillera à ce que le prospectus permette aux investisseurs putatifs « (d') évaluer dûment les risques et prendre ainsi leurs décisions d'investissement en pleine connaissance de cause »

³³¹ A lire à la lumière des considérants 78 et 83 du règlement prospectus.

³³² T. VAN DYCK, « (Opt-Out) Intermediation as an alternative for ensuring a true protection for European retail investors », *R.E.D.C.*, 2010/1, p. 28.

³³³ L. GULLIFER et J. PAYNE, *Corporate Finance Law. Principles and Policy*, op. cit. (voy. n 306), p. 485.

(considérant 54). Les organisateurs feront en sorte qu'il soit publié sous format électronique sur leur site internet afin qu'il puisse être facilement accessible par les investisseurs putatifs (considérant 63 et article 21, paragraphe 2). Ils pourront garder la structure duale « *White Paper-Yellow Paper* » puisque le règlement les autorise à publier le prospectus sous des documents distincts (C38 et article 6, paragraphe et article 8, paragraphe 6) mais ils devront incorporer toutes les exigences du règlement.

Enfin, l'application du règlement prospectus permettrait de soumettre les organisateurs d'ICO's aux obligations relatives aux communications à caractère promotionnel contenues dans l'article 22. En effet, tel que mentionné ci-dessus, les organisateurs se lancent généralement dans une campagne de promotion de l'ICO sur les réseaux sociaux préalablement à la date d'exécution. L'article 22, paragraphe 3 exigerait que les informations qu'ils divulguent à cette occasion ne soient ni inexactes, ni trompeuses ni incohérentes avec les informations contenues dans le prospectus.

Sous-section 4.5: « *Safe harbours* »: les « offres publiques exemptées de prospectus »³³⁴

Concrètement, l'organisateur d'une ICO pourrait se prévaloir d'une des exemptions suivantes afin d'exciper à l'obligation de publication d'un prospectus.

Sous-section 4.5.1: L'offre de valeurs mobilières adressée uniquement aux investisseurs qualifiés

Il n'est pas nécessaire, selon le législateur, de publier un prospectus lorsque l'offre ne vise que des « investisseurs qualifiés » au sens de l'article 2, point e) et de l'annexe II, section I, points 1) à 4) de la directive MIF. Cependant, l'exemption va à l'encontre de l'objectif de démocratisation de l'accès à l'investissement dans des instruments financiers poursuivi par l'ICO. En effet, selon N. MOLONEY, sous ce vocable se cachent des investisseurs « sophistiqués », riches, comme les institutions de crédit, banque et personnes physiques affluentes.³³⁵

Selon J. ROHR, il est improbable qu'une exemption basée sur le nombre et la qualité des investisseurs puisse bénéficier aux ICO's *in abstracto*, sachant que l'offre est souvent adressée à un public illimité et hétéroclite via des réseaux sociaux librement accessibles.³³⁶ Le problème est accentué par le fait que l'investisseur putatif se présente souvent sous un pseudonyme. Il en conclut à une quasi-impossibilité de déterminer le « savoir » ou le caractère « sophistiqué » de l'investisseur, étape pourtant essentielle à l'application de la règle analogue en droit américain (la *Rule 506*).

³³⁴ Il est important à souligner la modification lexicale apportée par le législateur communautaire. Il n'est ainsi plus parlé de « placements privés » ou « offres non publiques ». Partant, les placements privés deviennent, légalement parlant, des offres publiques, ce qui pourrait avoir un impact sur d'autres législations (O. DURON, T. BOEDTS, T. CRUYSMANS, B. VAN DEN HOVE, B. THYS, S. VAN RAEMDONCK et K. DESMET, « Financieel reglementering - Actualiteit: « Il est urgent d'attendre » : Bedenking bij het FinTech Action Plan van de Europese Commissie en twee rapporten van de Europese bankenautoriteit over risico's, opportuniteiten van FinTech », *D.B.F.-B.F.R.*, 2018/3, p. 146).

³³⁵ N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, *op. cit.* (voy. n 288), p. 85 et s.

³³⁶ J. ROHR et A. WRIGHT, « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *op. cit.* (voy. n 3), p. 504.

Ceci dit, comme souligne J. MORGAN, à l'heure actuelle, certaines ICO's sont spécialement structurées afin de bénéficier de l'exemption³³⁷. Enfin, l'exemption requerrait que les autorités des marchés financiers vérifient, au cas par cas, le code sous-jacent à l'ICO en vue de déterminer si l'entité émettrice a effectivement programmé le contrat intelligent dans le but de viser investisseurs qualifiés, ce qui pourrait se révéler particulièrement onéreux et chronophage.³³⁸

Sous-section 4.5.2: L'offre de valeurs mobilières adressée à moins de 150 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, par État membre

L'exemption se heurte au mêmes obstacles que la précédente. L'organisateur pourrait programmer un « *hard cap* » limité à 150 crypto-actifs, mais l'ICO perdrait de son intérêt. Par ailleurs, la vente se déroulant par le biais d'Internet, il n'est pas toujours aisé de localiser précisément dans quel État membre se situe l'investisseur.

Sous-section 4.5.3: L'offre de valeurs mobilières dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 100 000 EUR ou l'offre de valeurs mobilières adressée à des investisseurs qui acquièrent ces valeurs pour un montant total d'au moins 100 000 EUR par investisseur et par offre distincte
Techniquement faisable, ces exemptions s'accordent mal avec la nature même de l'ICO, qui est de s'ouvrir à la participation de petits investisseurs dans un modèle proche du *crowdfunding*.

Section 6: Application de la directive MIF

La valeur mobilière est une sous-catégorie de « l'instrument financier », notion au coeur du « service d'investissement » que la directive MIF vise à réguler. La qualification de crypto-actifs de valeur mobilière entraînerait donc l'application de la directive MIF.

³³⁷ J. MORGAN, « What I Learned Trading Cryptocurrencies while Studying the Law », *op. cit.* (voy. n 69), p. 216. Voy. par ex. l'ICO de Filecoin (Form D filed by Protocol Labs at the SEC's EDGAR registration system, disponible sur https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1675225/000167522517000001/xslFormDX01/primary_doc.xml, consulté le 20 juillet 2019).

³³⁸ Z. MISSAN, « The SEC and Initial Coin Offerings: How Securities Laws Affect ICO », *op. cit.* (voy. n 222), p. 92.

Sous-section 6.1: Application *ratione personae*

La directive MIF vise à réguler les activités des entreprises d'investissement, opérateurs de marché et prestataires de services de communication de données, ainsi qu'aux entreprises de pays tiers fournissant des services d'investissement ou exerçant des activités d'investissement au moyen de l'établissement d'une succursale dans l'Union.

L'on perçoit d'emblée l'inadaptation de la directive à la technologie de registre distribué sous-jacente à l'ICO. En effet, la directive - et, plus généralement, les législations relatives aux marchés financiers - sont fondées sur un paradigme de centralisation (notamment via les dépositaires centraux de titres) et d'intermédiaires financiers.³³⁹ Or la technologie du *blockchain* postule une décentralisation³⁴⁰ et met organisateurs et investisseurs directement en contact, sans devoir passer par les marchés financiers ni en ayant recours à un intermédiaire.³⁴¹

L'entreprise d'investissement est définie par l'article 4, paragraphe 1 de la directive comme étant « toute personne morale dont l'occupation ou l'activité habituelle consiste à fournir un ou plusieurs services d'investissement à des tiers et/ou à exercer une ou plusieurs activités d'investissement à titre professionnel ». Selon L. DABIN, la notion désigne les entreprises « qui font le lien entre les offres des épargnants et les demandes des entreprises³⁴² ». Lorsque l'ICO est exécutée via un contrat intelligent, il n'y a pas de rencontre ni de contact entre organisateurs et investisseurs.³⁴³

La condition « d'activité habituelle » fait obstacle à son application aux organisateurs eux-mêmes, la plupart ne lancent d'ICO's que de manière occasionnelle (même si certains auteurs n'excluent pas nécessairement l'application de la directive MIF lorsque l'activité n'est qu'occasionnelle en pointant vers l'exception prévue à l'article 2, paragraphe 1, points c) et k).³⁴⁴ Au demeurant, les organisateurs d'ICO's ne sont pas tous pourvus de la personnalité morale.

Par contre, lorsque les organisateurs d'ICO's font appel à des entreprises spécialisées ou à des opérateurs de marché de crypto-actifs en vue de promouvoir leurs ICO's, gérer les contacts avec les

³³⁹ L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, op. cit. (voy. n 17), p. 83.

³⁴⁰ T. BONNEAU, « Chapitre II: L'impact technologique » op. cit. (voy. n 12), p. 790.

³⁴¹ T. CUK, « Le nouveau cadre européen de trading algorithmique et à haute fréquence: une approche par les effets en droit financier », *C.D.E.*, 2018/3, p. 743.

³⁴² L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, op. cit. (voy. n 17), p. 66.

³⁴³ N. ESSAGHOOLIAN, « Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation », op. cit. (voy. n 63), p. 312.

³⁴⁴ C. VERIS et J. VERPLANCKE, « Loi du 6 avril 1995 » in *Wet en Duiding Financiële Markten en Diensten*, Bruxelles, Larcier, 2016, pp. 242-243.

investisseurs et d'assurer certains services administratifs³⁴⁵, ces entreprises pourraient être qualifiées d'entreprise d'investissement au sens de la directive.

Selon N. MOLONEY, la régulation des entreprises d'investissement est effectuée selon une approche fonctionnelle, et non institutionnelle. En conséquence, la qualification d'entreprise d'investissement ne dépend pas du statut organisationnel ni légal de l'entité prestataire du service.³⁴⁶ Ainsi, dès lors que l'entreprise en question aurait pour activité habituelle l'exercice d'un « service d'investissement » à titre professionnel, elle pourrait tomber sous le champ d'application de la directive. Quant à la soumission effective aux obligations contenues dans la directive, cela dépendra des éventuelles conditions établies au niveau national.

Sous-section 6.2: Application *ratione materiae*

Les services et les activités d'investissements sont définis par l'article 4, paragraphe 2 comme étant tous les services et activités « répertoriés à la section A de l'annexe I et portant sur tout instrument visé à la section C de l'annexe I. ». Selon A-D MERVILLE, la directive porte sur l'ensemble des opérations qui pourraient être exécutées sur les instruments financiers par les intermédiaires financiers.³⁴⁷

Comme énoncé ci-dessus, la particularité des ICO's est qu'elles court-circuitent - via la technologie de registre distribué - l'intervention d'intermédiaires financiers. L'opération de placement d'instruments financiers telle que visée par l'annexe 1, section C, points 6) et 7) auprès des investisseurs est effectuée par le truchement d'un contrat intelligent et opère de façon automatisée et décentralisée. Ainsi, à moins que l'entreprise spécialisée en question ne se charge elle-même de coder le contrat intelligent, d'en garantir l'accès et d'en faire la promotion via sa plateforme ainsi que de gérer les éventuels contacts avec la clientèle, l'on pourra difficilement qualifier sa prestation de « service d'investissement ».

Par contre, la réception et la transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs crypto-actifs d'investissement ou d'utilité à finalité spéculative prédominante, l'exécution d'ordres au nom de clients, la négociation pour compte propre, la gestion de portefeuille et le conseil en investissement relatifs à ces crypto-actifs seraient susceptibles de déclencher l'application de la directive (en fonction d'éventuelles conditions d'application nationales supplémentaires). L'application de la directive à l'exploitation des marchés secondaires de ces crypto-actifs dépendra de la qualification de ces marchés d'OTF ou de MTF.³⁴⁸

³⁴⁵ Voy. par ex. « ICO Box » (<https://icobox.io/>); Blockchain Firm (<https://www.blockchainfirm.io/best-platforms-for-launching-an-ico>); ICO Malta (<https://icomalta.com>).

³⁴⁶ N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, op. cit. (voy. n 288), pp. 396-397.

³⁴⁷ A.-D. MERVILLE, *Droit financier*, op. cit. (voy. n 319), p. 142.

³⁴⁸ Annexe 1, section 1, points 8 et 9 de la directive MIF.

Sous-section 6.3: Application *ratione loci*

La directive MIF s'applique dès le moment où une entreprise d'investissement ou un opérateur de marché fournit un service d'investissement au sein de l'Union européenne.³⁴⁹ La nature transfrontalière et électronique ainsi que la portée mondiale des ICO's risquent de poser des problèmes de localisation du service d'investissement s'y rapportant au regard de l'application *ratione loci* directive.

En effet, ni la directive MIF I ni la directive MIF II ne contient de règles expresses déterminant quand une entreprise est considérée comme fournissant des services d'investissement au sein d'un État membre de l'Union européenne, cette détermination demeurant soumise aux interprétations nationales.³⁵⁰

La seule indication au niveau européen quant à la localisation précise d'un service d'investissement est à trouver - par raisonnement analogique - dans la circulaire interprétative de la Commission européenne de 1997. La Commission européenne localise le service là où la « performance caractéristique » est effectuée, sans donner davantage de précisions sur cette notion.³⁵¹ Toutefois, en pratique, les entreprises qui auront été autorisées par les autorités nationales compétentes à fournir des services d'investissement sur le territoire de l'État en question bénéficieront, en vertu de la directive MIF, du « passeport européen » leur permettant d'exercer leurs activités dans tous les États membres de l'Union européenne.³⁵²

³⁴⁹ A. DE BACKER, *MiFID II: Territorial Scope and Cross-Border Services*, in *MiFID II & MiFIR: CAPITA SELECTA. Scope, Investor Protection, Market Regulation and Enforcement*, Anthemis, Anvers, 2018, p. 31.

³⁵⁰ *Ibid.*, p. 31.

³⁵¹ Commission européenne, *Interpretative communication - Freedom to provide services and the interest of the general good in the Second Banking Directive*, doc. 97/C 209/04, OJ C 209, 10 juillet 1997.

³⁵² A. DE BACKER, *MiFID II: Territorial Scope and Cross-Border Services*, in *MiFID II & MiFIR: CAPITA SELECTA. Scope, Investor Protection, Market Regulation and Enforcement*, *op. cit.* (voy. n 350), p. 31.

Conclusion

En 2015, la Commission européenne s'est fixée comme objectif de créer une véritable union des marchés financiers pour 2019. Une composante majeure de son Plan d'action³⁵³ est de favoriser le financement par capital-risque et de faciliter l'accès des petits opérateurs économiques - principalement des PME - aux marchés financiers³⁵⁴. Le potentiel de désintermédiation et de démocratisation de l'accès aux capitaux que charrie la technologie des ICO's en fait, selon nous, un outil particulièrement intéressant dans le cadre de la poursuite de cet objectif.

Cependant, les risques que comportent l'ICO en font une arme à double-tranchant. Interdire purement et simplement les ICO's serait contreproductif et inefficace. Une approche répressive serait contreproductive en ce qu'elle renverrait l'image d'une terre peu accueillante envers l'innovation et le développement de nouvelles technologies, deux domaines pourtant érigés en priorités par la Commission européenne.³⁵⁵ L'approche serait également inefficace eu égard à la nature transfrontalière de l'ICO que lui confère l'environnement *online* dans lequel elle est exécutée. J. MORGAN fait remarquer que l'organisateur de l'ICO peut aisément se délocaliser lorsqu'il juge la juridiction au sein de laquelle il opère peu clémente.³⁵⁶

Il incombe ainsi au droit de l'accueillir et de la réguler de sorte que son potentiel puisse être exploité sans préjudicier l'investisseur. En qualifiant - dans le court-terme du moins - les crypto-actifs dont l'acquisition est principalement motivée par un esprit spéculatif de « valeur mobilière », le législateur européen permettrait l'application des législations relatives aux marchés financiers de façon cohérente avec la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne. Ce faisant, il réaffirmerait la prédominance du droit sur l'innovation technologique tout en reconnaissant une place aux ICO's au sein du paysage juridique financier européen. D'une part, cela permettrait de renforcer la protection de l'investisseur et réduire les risques qui lui sont attribués. De l'autre part, cela contribuerait à l'essor des ICO's en renforçant la confiance des investisseurs dans ce nouveau mécanisme de levée de fonds en créant une certaine sécurité juridique en éclaircissant les obligations auxquelles sont soumis leurs organisateurs.

³⁵³ Communication de la Commission européenne au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux, *SWD*, Bruxelles, 2015.

³⁵⁴ D. FISCHER-APPELT « Reforming EU securities laws: the new EU Prospectus Regulation », *J. of Invest. Compl.*, Vol. 18, 2017, p. 55.

³⁵⁵ Voy. Commission européenne, Horizon Europe Framework Programme for Research and Innovation 2021-2027, disponible en ligne sur: https://ec.europa.eu/info/horizon-europe-next-research-and-innovation-framework-programme_en, consulté le 25 juillet 2019.

³⁵⁶ J. MORGAN, « What I Learned Trading Cryptocurrencies while Studying the Law », *op. cit.* (voy. n 69), p. 221.

Bibliographie

Législation

Dir. (CE) n° 2009/110/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 concernant l'accès à l'activité des établissements de monnaie électronique et son exercice ainsi que la surveillance prudentielle de ces établissements, modifiant les directives 2005/60/CE et 2006/48/CE et abrogeant la directive 2000/46/CE, *J.O.U.E.*, L 267, du 10 octobre 2009, pp. 7-17.

Dir. (CE) n° 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, *J.O.U.E.*, L 174, du 1er juillet 2011, pp. 1-73.

Dir. (CE) n° 2014/91/UE du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions, *J.O.U.E.*, L 257, du 29 août 2014, pp. 186-213.

Dir. (UE) n° 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, modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 2005/60/CE du Parlement européen et du Conseil et la directive 2006/70/CE de la Commission, *J.O.U.E.*, L 141, du 5 juin 2015, p. 73-117.

Loi du 11 juillet 2018 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, *M.B.*, 20 juillet 2018, p. 58312.

Règl. (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, *J.O.U.E.*, L 201, du 27 juillet 2012, pp. 1-59.

Règl. (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.*, L 173, du 12 juin 2014, pp. 1-61.

Règl. (UE) n° 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, *J.O.U.E.*, L 168, du 30 juin 2017, pp. 12-82.

Securities Act of 1933, 15 U.S.C. § 77.

Regulation D (SEC) 17 C.F.R. §230.501 et seq.

Jurisprudence

Bamert v. Pulte Home Corp., 445 Fed. App'x 256, 262 (11th Cir. 2011).

Brodt v. Bache & Co., 595 F.2d 459, 461 (9th Cir. 1978).

C.J.U.E. (5ème ch.), 22 octobre 2015, (Skatteverket v. David Hedqvist), C-264/14.

Int'l Bhd. of Teamsters, Chauffeurs, Warehousemen, and Helpers of Am. v. Daniel, 439 U.S. 551, 560 n.12 (1979).

Keith v. Black Diamond Advisors, Inc., 48 F. Supp. 2d 326, 332 33 (S.D.N.Y. 1999).

Klaers v. St. Peter, 942 F.2d 535, 536, 538 (8th Cir. 1991).

Landreth Timber Co. v. Landreth, 471 U.S. 681, 687 (1985).

Libaire v. Kaplan, No. 06-1500, 2008 WL 794973, (E.D.N.Y. Mar. 24, 2008).

Odom v. Slavik, 703 F.2d 212, 215 (6th Cir. 1983).

Revak v. SEC Realty Corp., 18 F.3d 81, 87 88 (2d Cir. 1994).

Reves v. Ernst & Young, 494 U.S. 56, 66 (1990).

Sandusky Land, Ltd. v. Uniplan Grps., Inc., 400 F. Supp. 440,445 (N.D. Ohio 1975).

San Francisco Baseball Assocs., L.P., SEC No-Action Letter, 2006 WL 488513 (Feb. 24, 2006).

SEC v. Banner Fund Int'l, 211 F.3d 602, 614 15 (D.C. Cir. 2000).

SEC v. Belmont Reid & Co., 794 F.2d 1388, 1391 (9th Cir. 1986).

SEC v. Chinese Consol. Benevolent Ass'n, 120 F.2d 738, 740 41 (2d Cir. 1941).

SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp., 320 U.S. 344, 351 (1943).

S.E.C. v. Continental Commodities Corp., 497 F.2d 516, 522 (5th Cir. 1974).

SEC v. Edwards, 540 U.S. 389, 396 (2004).

SEC v. Glenn W. Turner Enters., Inc., 474 F.2d 476,482 n.7 (9th Cir. 1973).

SEC v. Goldfield Deep Mines Co. of Nevada, 785 F.2d 459, 464 (9th Cir. 1985).

SEC v. Infinity Grp. Co., 212 F.3d 180, 188 (3d Cir. 2000).

SEC v. Merch. Capital, LLC, 483 F.3d 747, 755 (11th Cir. 2007).

SEC v. Pinckney, 923 F. Supp. 76, 82 (E.D.N.C. 1996).

SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119, 125 (1953).

SEC v. SG Ltd 265 F.3d 42 (1st Cir. 2001).

SEC v. Shavers, No. 4:13 CV 416, 2013 WL 4028182 (E.D. Tex. Aug. 6, 2013).

SEC v. Unique Fin. Concepts, Inc., 196 F.3d 1195, 1199–200 (11th Cir. 1999).

SEC v. Universal Major Indus. Corp., 546 F.2d 1044, 1047 (2d Cir. 1976).

Silver Hills Country Club v. Sobieski, 361 P.2d 906 (Cal. 1961).

Spring Park Life Care Cmty., SEC No-Action Letter, 1985 WL54240 (May 17, 1985).

Steinhardt Grp. Inc. v. Citicorp, 126 F.3d 144, 151 (3d Cir. 1997).

Stewart v. Ragland, 934 F.2d 1033, 1038–40 (9th Cir. 1991).

Teague v. Bakker 35 F.3d 978, 986 (4th Cir. 1994).

Ticket Reserve, Inc., SEC No-Action Letter, 2003 WL 22195093 (Sept. 11, 2003).

U.S. Supreme Court. SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).

United States v. Faiella, 39 F. Supp. 3d 544, 545 (2014).

Useton v. Comm. Lovelace Motor Freight, Inc., 940 F.2d 564, 574 (10th Cir. 1991).

Williamson v. Tucker, 645 F.2d 404, 421 (5th Cir. 1981).

Doctrine

ALBERT, M., « The Howey Test Turns 64: Are the Courts Grading This Test on a Curve? », *W.M.Bus. & Mary L. Rev.*, 2011, pp. 16-17.

ALI, R., BARRDEAR, J., CLEWS, R. et SOUTHGATE, J., « The economics of digital currencies. », *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q3, 2014, pp. 276–286.

ANDRÉ-DUMONT, A.-P., « Chapitre 3. Les services de paiement à l'épreuve des évolutions technologiques », in *La révolution digitale et les start-up* (sous la dir. de J.-A. DELCORDE), Larcier, 2016, pp. 83-102.

ANTOINE, J., CAPIAU-HUART, M.-C., *Titres et bourses. Tome 2: Marchés - Transactions - Placements*, 3e édition, Cahiers financiers, Larcier, Bruxelles, 2012.

BACON, J., MICHELS, J., MILLARD, C., et SINGH, J., « Blockchain Demystified: A Technical and Legal Introduction to Distributed and Centralised Ledgers », *Q.M. Sch. of L.*, Legal Studies Research Paper No. 268/2017.

BARSAN, I., « Legal Challenges of Initial Coin Offerings (ICO) », *Revue Trimestrielle de Droit Financier (R.T.D.F.)*, 2017, pp. 54-65.

BONNEAU, T., « Chapitre II: L'impact technologique », in *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruxelles, Bruylant, 2018, pp. 777-837.

BOUTHINON-DUMAS, H., *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, L.G.D.J., 2007.

CAMPBELL, R., « The SECs Regulation A +: Small Business Goes Under the Bus Again », *KY. L.J.*, Vol. 104, 2016, pp. 325-343.

CASSART, A., « FinTech: l'art délicat de la disruption », in *Le droit des MachinTech (FinTech, LegalTech, MedTech, ...)*, Bruxelles, Editions Larcier, 2018, pp. 79-99.

COHN, A., WEST, T. et PARKER, C., « Smart After All: Blockchain, Smart Contracts, Parametric Insurance, and Smart Energy Grids », *Geo. L. Tech. Rev.*, Vol. 1, 2017, pp. 273-290.

COHSEY, S., HOFFMAN D., SKLAROFF, J., et WISHNICK, D., « Coin-Operated Capitalism », *Columbia Law Review*, Vol. 119, n° 3, pp. 591-676.

COURET, A. et LE NABASQUE, H., *Droit financier*, 2e édition, Dalloz, Paris, 2012.

CROSSER, N., « Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain Utility Tokens Securities? », *Kansas L. Rev.*, Vol. 67, pp. 379-422.

CRUYSMANS, T., « Le marché de croissance des PME, vous avez dit poudre aux yeux? », *Rev. banc. fin.*, 2017.

CUK, T., « Le nouveau cadre européen de trading algorithmique et à haute fréquence: une approche par les effets en droit financier », *C.D.E.*, 2018/3, pp. 733-789.

DABIN, L., *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, 2e édition, Larcier, Bruxelles, 2011.

DAMBRE, R., « Initial Coin Offerings and US Securities Regulation: Challenges and Perspectives », in *Revue internationale des services financiers (R.I.S.F.)*, 2018/1, pp. 9-14.

DE BACKER, A., *MiFID II: Territorial Scope and Cross-Border Services*, in *MiFID II & MiFIR: CAPITA SELECTA. Scope, Investor Protection, Market Regulation and Enforcement*, Anthemis, Anvers, 2018.

DE GIOIA CARABELLESE, P., « ICOs and Cryptocurrencies from a British Perspective: a Review of the Legislation and a Speculative Analysis », *R.I.S.F.*, 2018/1, pp. 22-28.

DE VAUPLANE, H. et BORNET, J.-P., *Droit des marchés financiers*, éditions Litec, Paris, 2001.

DE VAUPLANE, H., *Bitcoin et monnaies virtuelles: entre réglementation et essai de définition juridique*, Anthemis, 2015.

DEBLER, J., « Foreign Initial Coin Offering Issuers Beware: The Securities and Exchange Commission is Watching », *Cornell Int. L. J.*, Vol. 51, pp. 246-270.

DELL'ERBA, M., « Initial Coin Offerings: The Response of Regulatory Authorities », *N.Y.U. J.L. & Bus.*, Vol. 14, 2018, pp. 1107-1136.

DELLA FAILLE, P., « Chapitre 6: Prospectus », in *La réforme du régime du Tax Shelter*, Bruxelles, Editions Larcier 2015, pp. 105-154.

DEMEUR, V., « Révision de la directive prospectus: État des lieux et grandes lignes des nouvelles mesures envisagées », *D.B.F/B.F.R.*, 2016/6, pp. 401-412.

DURON, O., BOEDTS, T., CRUYSMANS, T., VAN DEN HOVE, B., THYS, B., VAN RAEMDONCK, S., et DESMET, K., « Financieel reglementering - Actualiteit: « Il est urgent d'attendre »: Bedenking bij het

FinTech Action Plan van de Europese Commissie en twee rapporten van de Europese bankenautoriteit over risico's, opportuniteiten van FinTech », *D.B.F.-B.F.R.*, 2018/3, pp. 144-196.

ENYI, J. et LE, N., « Regulating Initial Coin Offerings (« Crypto-Crowdfunding ») », *J. Int. L. Banking & Fin. L. (UK)*, Vol. 8, 1er septembre 2017, pp. 1-12.

ESSAGHOOLIAN, N., « Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation », *UCLA L. Rev.*, Vol. 66, 2019, pp. 296-343.

FARHA, R., « SEC v. Edwards: An Opportunity to Knock on the Viability of the Howey Test as the Gatekeeper for the Federal Securities Laws », *Okla. City U. L. Rev.*, Vol. 31, 2006, pp. 154-172.

FERRAN, E., *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, Royaume-Uni, 2004.

FISCHER-APPELT, D., « Reforming EU securities laws: the new EU Prospectus Regulation », *J. of Invest. Compl.*, Vol. 18, 2017, pp. 53-58.

FISH, C., « Initial coin offerings (ICOs) to finance new ventures », *J. of Bus. Venturing*, Vol. 34, 2019, pp. 1-22.

FLANAGAN, S., « The Common Enterprise Element of the Howey Test », *Pac. L. J.*, Vol. 18, pp. 1140-1160, 1987.

FLANDREAU, M., « Le début de l'histoire: globalisation financière et relations internationales », *Politique étrangère* 3-4/2000, pp. 673-686.

FONSECA, M., *ICOs and Blockchain Token Funding*, Intelligent HQ, 5 mai 2017, disponible en ligne sur: <https://www.intelligenthq.com/finance/icos-and-blockchaintoken-funding/>.

GERDING, E., « Laws Against Bubbles: An Experimental-Asset-Market Approach to Analyzing Financial Regulation », *Wis. L. Rev.*, 2007, pp. 977-990.

GIOVANOLI, M., « Legal Aspects of Standard-Setting, in *International Monetary Law* (sous la dir. de M. GIOVANOLI), Oxford University Press, 2000.

GOOSSENS, J. et VERSLYPE, K., « Hoofdstuk III - Toepassing: virtuele munten », in *Blockchain and smart contracts*, Gand, Larcier, 2018, pp. 51-84.

GORDON, J., « Defining a Common Enterprise in Investment Contracts », *Ohio State L. J.*, 2011, pp. 59-94.

GRUNDMANN, S., *European Company Law. Organisation, Finance and Capital Markets*, 2e éd., Intersentia, 2012.

GULLIFER, L. et PAYNE, J., *Corporate Finance Law. Principles and Policy*, 2e éd., Hart Publishing Ltd, Oxford, 2015.

GURREA-MARTINEZ A., et REMOLINA, N., « The Law and Finance of Initial Coin Offerings », *Ibero-American Inst. for L. and F.*, Working Paper n° 4/ 2018.

GUTFLEISCH, G., « Crowdfunding and Initial Coin Offerings Under the EU Legal Framework », *Eur. Comp. L. J.*, Vol. 15, no. 3, 2018, pp. 73-82.

HACKER, P., et THOMALE, C., *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies Under EU Financial Law*, 22 novembre 2017, disponible en ligne sur: <https://ssrn.com/abstract=3075820>.

HARRIS, S. et MOONEY, C., « Negotiability, Electronic Commercial Practices, and a New Structure for the UCC Article 9 Filing System. Tapping the Private Market for Information Technology », *Idaho L. Rev.*, Vol. 31, 1995, pp. 836-848.

HOUBEN, R., « Bitcoin: there are two sides to every coin », *Bankrecht en financieel recht*, Larcier, 2015, pp. 139-159.

JACQUEMIN, H., et POULLET, Y., « Blockchain: une révolution pour le droit? », *J.T.*, 2018/36, n° 6748, pp. 801-819.

KAAL, W., « Initial Coin Offerings: The Top 25 Jurisdictions and Their Comparative Regulatory Responses », *Stan. J. Blockchain L. & Pol'y*, Vol. 1, 2018, pp. 41-63.

KASTELEIN, R., « What Initial Coin Offerings Are, and Why VC Firms Care », *Harv. Bus. Rev.*, 24 mars 2017, disponible en ligne sur: <https://hbr.org/2017/03/what-initial-coin-offerings-are-and-why-vc-firms-care>.

KLOHN, L., PARHOFER, N., et RESAS, D., *Initial Coin Offerings (ICOs): Economics and Regulation*, 26 novembre 2018, disponible sur www.ssrn.com/abstract=3290882.

KRAWISZ, D., *Bitcoin as a Store of Value, Unit of Account, and Medium of Exchange*, Satoshi Nakamoto Institute, 12 janvier 2015, disponible en ligne sur: <https://nakamotostudies.org/literature/bitcoin-as-a-store-of-value/>.

LAUDE, A., « La fongibilité », *RTD com.* 1995.

LENNART, A., SANDNER, P. et FIEDLER, I., « Blockchain-Based ICOs: Pure Hype or the Dawn of a New Era of Startup Financing? », *J. of Risk and Fin. Man.*, 2018, pp. 1-19.

LYANDRES, E., PALAZZOZ, B. et RABETTIX, D., *Do Tokens Behave Like Securities? An Anatomy of Initial Coin Offerings*, avril 2019, disponible en ligne sur https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3287583.

MANKIW, G., *Macroeconomics*, Worth Publishers, 2015.

MAUME, P., et FROMBERGER, M., « Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws », *Chic. J. of Int. L.*, 2019, Vol. 19, n° 2, pp. 550-585.

MEADOWS, M., « The Evolution of Crowdfunding: Reconciling Regulation Crowdfunding with Initial Coin Offerings », *Loy. Consumer L. Rev.*, Chicago School of Law, Vol. 30, 2018, pp. 272-295.

MENDELSON, M., « From Initial Coin Offerings to Security Tokens: A U.S. Federal Securities Law Analysis », *Stan. Tech. L. Rev.*, Vol. 22, 2019, pp. 53-93.

MERVILLE, A.-D., *Droit financier*, 2e éd., Gualino, 2015.

MISSAN, Z., « The SEC and Initial Coin Offerings: How Securities Laws Affect ICO », in *Review of Banking and Financial Law. Development in Banking Law*, Boston U. Sch. of L., pp. 85-98.

MOLONEY, N., *EC Securities Regulation*, 2e éd., Oxford University Press, Oxford, 2008.

MOLONEY, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2014.

- MONAGHAN, M., « An Uncommon State of Confusion: The Common Enterprise Element of Investment Contract Analysis », *Fordham L. Rev.*, Vol. 63, 1995, pp. 2134-2175.
- MORAN, J., « The Impact of Regulatory Measures Imposed on Initial Coin Offerings in the United States Market Economy », *Cath. U. J.L. & Tech.*, Vol. 26, 2018, pp. 213-258.
- MORGAN, J., « What I Learned Trading Cryptocurrencies while Studying the Law », *U. Miami Int'l & Comp. L. Rev.* Vol. 25, 2017, pp. 160-226.
- MURPHY, T., « Playing to a New Crowd: How Congress Could Break the Startup Status Quo by Raising the Cap on the Jobs Act's Crowdfunding Exemption », *B.C. L. Rev.*, Vol. 58, 2017, pp. 775-787.
- NASH, P., DENNY, J. et CONNELLY, A., « The Regulation of the Issuance and Distribution of Corporate Securities in the United States », in *The Legal Status of Securities in Europe and the United States*, Presses Universitaires de Bruxelles, Bruxelles, 1970, pp. 35-36.
- NOLAN, A., DARTLEY, E., BAKER, M., REVEAL, J. et RINEARSON, J., « Initial coin offerings: key US legal considerations for ICO investors and sponsors », *J. of Invest. Compl.*, Vol. 19, 2018, pp. 1-9.
- O'SHIELDS, R., « Smart Contracts: Legal Agreements for the Blockchain », *N.C. Banking Inst.*, Vol. 21, 2017, pp. 176-194.
- ORCUTT, M., « What the Hell Is an Initial Coin Offering? », *MIT. Tech. Rev.*, 6 septembre 2017, disponible sur <https://www.technologyreview.com/s/608799/what-the-hell-is-an-initial-coin-offering/>.
- PAILLER, P., « Propos introductifs », in *Revue internationale des services financiers*, pp. 7-8.
- PARAMESWARAN, S., *Fundamentals of Financial Instruments. An Introduction to Stocks, Bonds, Foreign Exchange, and Derivatives*, John Wiley and Sons Ltd, 2011.
- PARK, J., « When are tokens securities? Some questions form the perplexed », *UCLA School of Law*, Law-Econ Research Paper No. 18-13, 10 décembre 2018.
- PARLOW, A., « Securities Liability And The Role Of D&O Insurance In Regulating Initial Coin Offerings », *U. of Penn. L. Rev.*, Vol. 167, 2018, pp. 211-237.
- PRADA, M., « Une nouvelle organisation des marchés: les enjeux de la directive MIF », in *Le devenir des bourses de valeurs*, Revue d'économie financière n° 82, pp. 41-47.
- RAES, D., « Le nouveau régime prospectus en droit belge », *D.B.F.-B.F.R.*, 2018/4, pp. 218-234.
- RIBEIRO DA SILVA, D., *Déterminants du succès des ICOs : Analyse par les « white papers »*. Louvain School of Management, Université catholique de Louvain, 2018. Prom. : Platten, Isabelle.
- ROBINSON, R., « The New Digital Wild West: Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings », *Tenn. L. Rev.*, Vol. 85, 2018, pp. 899-960.
- ROHR J. et WRIGHT A., « Blockchain-based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets », *70 Hastings L.J.*, 2019, pp. 463-524.
- ROUAUD, A.-C., « Propos introductifs », in *Revue internationale des services financiers*, 2017, pp. 5-7.
- ROUSSILLE, M., « Le Bitcoin: objet juridique non identifié », *Banque et droit*, n° 159, janvier-février 2015, pp. 27-31.

ROYER, S., « Bitcoins in het Belgische strafrecht en strafrechtproces », *Rechtskundig Weekblad*, 2017, n° 13, pp. 483 -501.

SNYERS A., et PAUWELS, K., « De ITO: A new kid on the block in het kapitaalmarktenrecht », *Bankrecht en financieel recht / Droit bancaire et financier (R.D.F.)*, 2019/2, pp. 175-206.

SONG, J., *Why ICOs are Very Different Than Seed Capital*, Medium, 22 mai 2017, disponible en ligne sur: <https://medium.com/@jimmysong/why-icos-are-very-differ-ent-than-seed-capital-a59e4c78b84a>.

SURUJNATH, R., « Off the Chain: A Guide to Blockchain Derivatives Markets and the Implications on Systemic Risk », *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, Vol. 22, 2017, pp. 258-304.

SZABO, N., *Smart Contracts*, The Georges Washington University Law School, disponible sur <http://szabo.best.vwh.net/smart.contracts.html>.

VAN DER ES LT, C., « The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization », in *Capital Markets and Company Law* (sous la dir. de K. HOPT and E. WYRMEERSCH), Oxford University Press, 2003, pp. 3-46.

VAN DYCK, T., « (Opt-Out) Intermediation as an alternative for ensuring a true protection for European retail investors », *R.E.D.C.*, 2010/1, pp. 27-66.

VAN OMMESLAGHE, P., *Droits et obligations*, t. III, Bruxelles, Bruylant, 2010.

VANDEZANDE, N., « Mobile payment and virtual alternative currencies under the EU legal framework on electronic payment », *ICRI Working Paper Series*, 12 septembre 2013, disponible en ligne sur: http://papers.ssrn.com/sol2/papers.cfm?abstract_id=2325410).

VERIS, C. et VERPLANCKE, J., « Loi du 6 avril 1995 » in *Wet en Duiding Financiele Markten en Diensten*, Bruxelles, Larcier, 2016, pp. 242-243.

VIANDIER, A., « L'Europe et le droit des valeurs mobilières », *Bull. Joly. Soc.*, 1991.

VIZCARRONDO, P., *Liabilities Under the Federal Securities Laws*, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 2014.

VOGEL, N., « The Great Decentralization: How Web 3.0 Will Weaken Copyrights », *J. Marshall Rev. Intell. Prop. L.*, Vol. 15, 2015, pp. 135-149.

WAGNER, H., « ICO's - Luxembourg legal aspects », in *Les services financiers dans un monde digital. La vie du droit bancaire et financier*, Anthemis, 2019, pp. 51-60.

WHITE, L., « The market for cryptocurrencies. », *Cato J.*, Vol. 35, 2015, pp. 383-402, disponible en ligne sur: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2538290>.

WHITEHEAD, C., « The Evolution of Debt: Covenants, the Credit Market, and Corporate Governance », *Iowa J. Corp. L.*, Vol. 64, 2009, pp. 641-654.

WISNIEWSKA, A., « The Initial Coin Offering – challenges and opportunities. », *Cop. J. of Fin. & Accounting*, Vol. 7, 2018, pp. 99-110.

YERMACK, D., « Is Bitcoin a Real Currency: An Economic Appraisal », in *Lee (ed) Handbook of Digital Currency*, Elsevier, 2015, pp. 31-43.

ZETZSCHE, D., BUCKLEY, R., ARNER D., et FÖRH, L., « The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators », *University of Luxembourg Law*, Working Paper No. 11/2017, 1 février 2017.

ZICKGRAF, P., « Initial Coin Offerings – Ein Fall für das Kapitalmarktrecht? », *Die Aktiengesellschaft*, 2018, pp. 293-308.

Divers:

Autorité des marchés français (AMF), *Document de consultation sur les ICOs*, octobre 2017, p. 2; Autorité des marchés français (AMF), *Synthèse des réponses à la consultation publique portant sur les Initial Coin offerings (ICO) et point d'étape sur le programme « Unicorn »*, février 2018.

Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 January 2019.

Autorité fédérales de surveillance des marchés financiers suisses (Finma), *Guide pratique pour les questions d'assujettissements concernant les Initial Coin Offerings (ICO)*, p. 3, 16 février 2018, disponible sur <https://www.finma.ch/fr/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>; Security and Exchange Commission (SEC), *SEC Investor Bulletin: Initial Coin Offerings*, 25 juillet 2017, disponible en ligne sur: <https://www.sec.gov/oica/investor-alerts-and-bulletins/ib-coinofferings>.

Balestra v. ATBCoin LLC, No.17-10001, S.D.N.Y., 21 décembre 2017.

Banque centrale européenne, *Virtual currency schemes - A further analysis*, février 2014, disponible en ligne sur: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf>.

Canadian Sec. Adm' Rs, *Cryptocurrency Offerings*, CSA Staff Notice 46-307, 24 août 2017.

CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, CESR/05-290b, Box. 25.

Commission européenne, Horizon Europe Framework Programme for Research and Innovation 2021-2027.

Commission européenne, *Interpretative communication - Freedom to provide services and the interest of the general good in the Second Banking Directive*, doc. 97/C 209/04, OJ C 209, 10 juillet 1997.

Commission européenne, *Proposition pour une Directive du Parlement européen et du Conseil sur les services d'investissement et les marchés régulés (COM (2002) 625)*, memorandum explicatif.

Commission européenne, *Your questions on MiFID*, 31 octobre 2008, Questions n° 3.2, 61 et 146.

Communication de la Commission européenne au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux, *SWD*, Bruxelles, 2015.

Conseiller-Directeur d'administration fiscale, Avis sur le régime TVA des « bitcoins, litecoins, dogecoins,... » (Moyens de paiement virtuel), 2014.

Eliminating the Prohibition Against General Solicitation and General Advertising in Rule 506 and Rule 144A Offerings, U.S. Sec. & Exch. Comm., 11 décembre 2011.

European Banking Authority, *Overview Of The Potential Implications Of Regulatory Measures For Banks' Business Models*, 2015.

FINMA, *Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)*, 19 février 2018, p. 3, disponible en ligne sur: https://media.homburger.ch/karmarun/image/upload/homburger/SklobKuPMHomburger%20Bulletin_20180219_EN.pdf.

FMI, *Virtual Currencies and Beyond: Initial Considerations*, Staff Discussion Notes, SDN/16/04, Janvier 2016.

Fonds monétaire international, *Virtual Currencies and Beyond: Initial Considerations*, Staff Discussion Notes, SDN/16/04, Janvier 2016.

GIANCARLO C., *Chairman, Comm. Fut. Trading Comm'n, Keynote Address before the ISDA's Trade Execution Legal Forum*, 9 décembre 2016.

Jay Clayton, Chairman, Sec. & Exch. Comm'n, *Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings*, 11 décembre 2017, disponible en ligne sur: <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>.

Jay Clayton, Chairman, Sec. & Exch. Comm'n, *Virtual Currencies: The Roles of the SEC and CFTC, Testimony Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, 6 février 2018, disponible en ligne sur: <https://www.sec.gov/news/testimony/testimony-virtual-currencies-oversight-role-us-securities-and-ex-change-commission>.

Munchee Inc., Security Act Release No. 10445 at 1 (Dec. 11, 2017) (unopposed cease-and-desist order).

NAKAMOTO S., « Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System », Bitcoin, disponible en ligne sur: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

Press Release, U.S. Sec. & Exch. Comm'n, SEC Announces Enforcement Initiatives to Combat Cyber-Based Threats and Protect Retail Investors, 25 septembre 2017, disponible en ligne sur: <http://www.sec.gov/news/press-release/2017-176>.

Q.P., n°762, 07/02/2014, Mme GENNEZ, *Q.R.*, Chambre, 2013-2014, n° 53-152.

Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, Exchange Act Release No. 81207, Quarterly 25, 2017.

SEC Commissioner Michael S. Piwowar, *Statement at Financial Technology Forum*, 14 novembre 2016.

SEC Release No. 33-4552 (1962).

SEC's General Counsel. Factors Involved in Determining Whether Transaction Is « Public Offering » Security Act Release No. 33-285, [1935 1936 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 2740 (Jan. 24, 1935).

Securities And Markets Stakeholders Group, *Advice to ESMA: Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 19 octobre 2018.

U.S. Sec. & Exch. Comm., *Rule 144: Selling Restricted and Control Securities*, 6 janvier 2013.

U.S. Sec. & Exch. Comm'n, Release No. 10445, Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings Pursuant to Section 8(a) of the Security Act of 1933, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order, In the Matter of Munchee, Inc., 11 décembre 2017.

U.S. Sec. & Exch. Comm'n, Release No. 81207, Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the U.S. Securities Exchange Act of 1934: The DAO, 25 juillet 2017.

Websites:

AnycoinDirect (www.anycoindirect.eu/nl/)

Binance (<https://www.binance.com>)

Bitfinex (<https://www.bitfinex.com/>)

Blockain Firm (<https://www.blockchainfirm.io/best-platforms-for-launching-an-ico>)

BTCDirect (www.btcdirect.eu/nl-b)

Coin Base (<https://coinbase.com>)

Forbes (<https://www.forbes.com>)

ICO Malta (<https://icomalta.com>).

ICOBx (<https://icobox.io/>)

Journal du Coin (<https://journalducoin.com/>)

Poloniex (<https://poloniex.com/>)

Security and Exchange Commission (<https://sec.gov>)

The Wall Street Journal (www.wallstreetjournal.com)

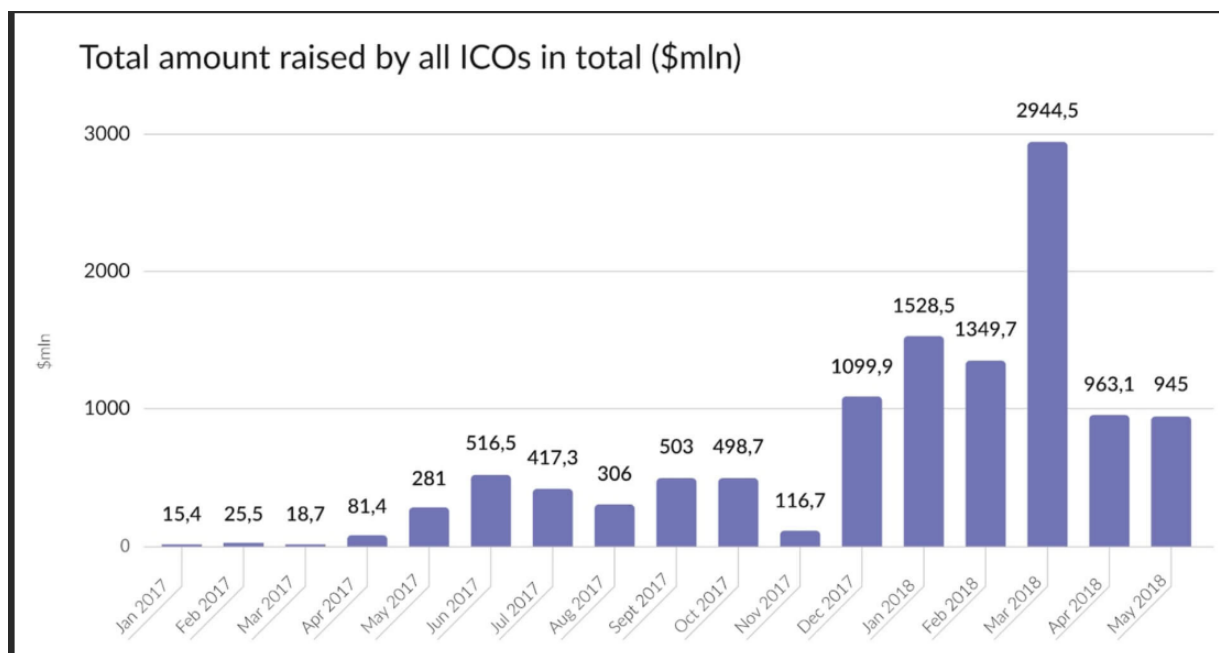
Top ICO List (<https://topicolist.com/ongoing-icos/>)

Table des annexes

Annexe 1: Montants levés par les <i>Initial Coin Offerings</i>	p.75
Annexe 2: Fonctionnement de la technologie de registre distribué	p.76
Annexe 3: Fonctionnement du « contrat intelligent »	p.77
Annexe 4: Fonctionnement de l' <i>Initial Coin Offering</i>	p.78
Annexe 5: Questions à Thomas Linard de Guertechin (associé chez Clifford Chance LLP)	p.79
Annexe 6: Réponses de Thomas Linard de Guertechin (associé chez Clifford Chance LLP)	p.80

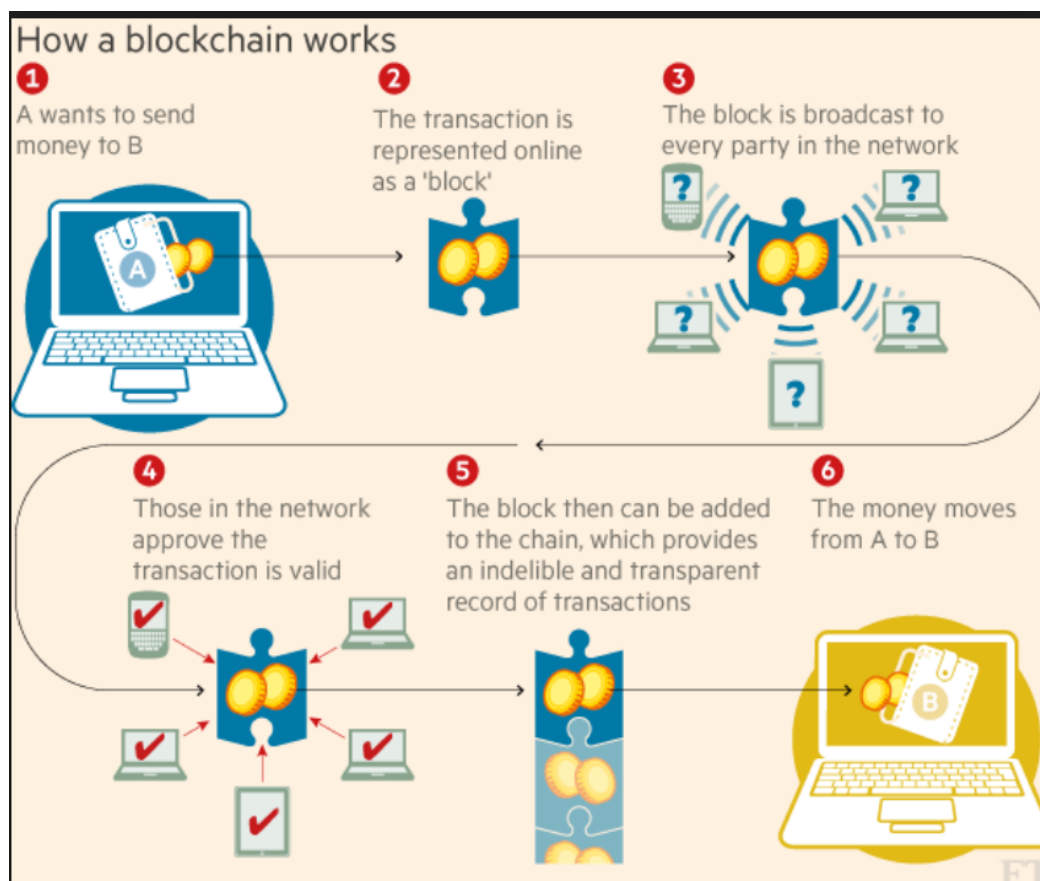
Annexes

Annexe 1: Montants levés par les *Initial Coin Offerings*



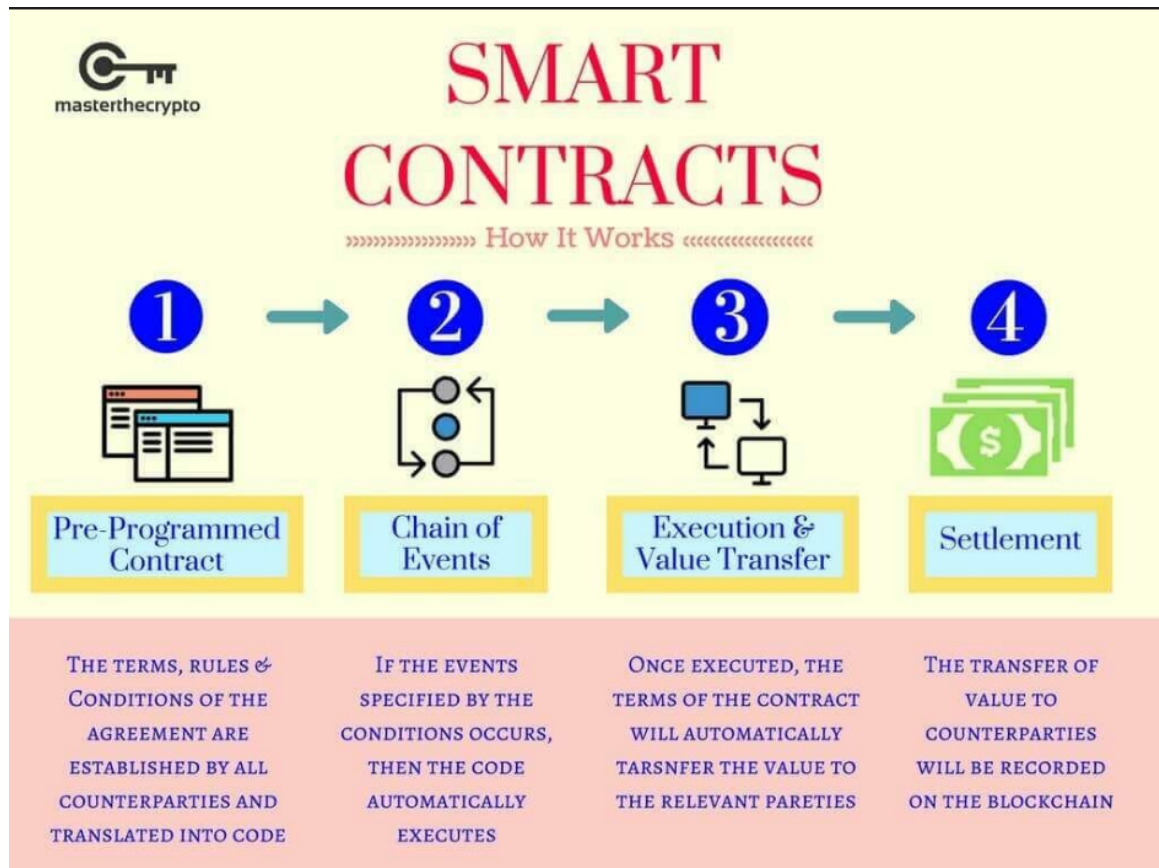
Source: CryptoMart (<https://cryptomart.review/>)

Annexe 2: Fonctionnement de la technologie de registre distribué



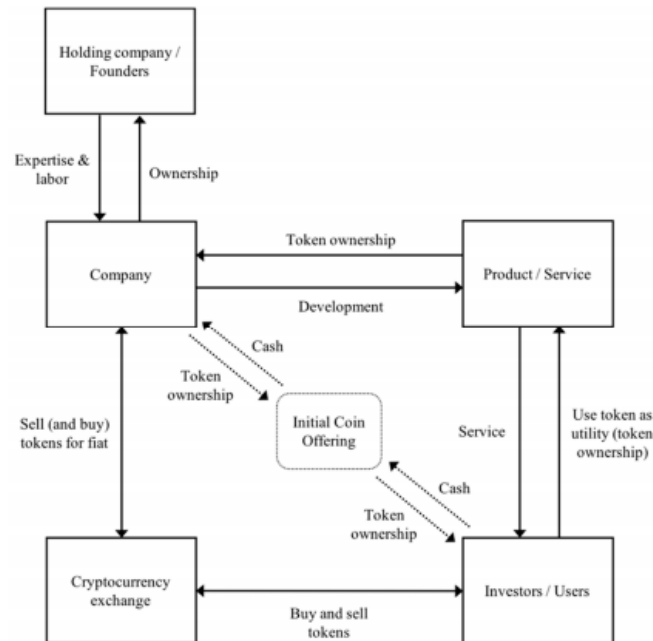
Source: The Financial Times (<https://www.ft.com>)

Annexe 3: Fonctionnement du « contrat intelligent »



Source: Pinterest (<https://www.pinterest.com>)

Annexe 4: Fonctionnement de l'*Initial Coin Offering*



Source: A. LENNART, P. SANDNER, et I. FIEDLER, « Blockchain-Based ICOs: Pure Hype or the Dawn of a New Era of Startup Financing? », *J. of Risk and Fin. Man.*, 2018, p. 7.

Annexe 5: Questions à Thomas Linard de Guertechin (associé chez Clifford Chance LLP)



Thomas Caulier

Lun 17-06-19 15:21

thomas.linarddeguertechin@cliffordchance.com

↩

↶

→

...

Salut Thomas,

Un immense merci pour ta réponse et ton temps!

Concernant la qualification des crypto-actifs émis lors d'une ICO en "valeurs mobilières":

1) La Commission européenne estime qu'un actif est "négociable" si son format "permet sa vente ou son achat dans un marché structuré". Elle précise que si ce marché est un marché régulé par MiFID II, il s'agit d'une indication conclusive qu'il s'agisse d'une valeur mobilière.

Questions:

- Dans quelle mesure la qualification du marché sur lequel l'émission de crypto-actifs est portée influe sur leur qualification de "valeurs mobilières"?
- Est-il pertinent - au regard de la qualification des crypto-actifs - de procéder à une analyse fonctionnelle de la notion de "marché de capitaux" pour démontrer l'équivalence fonctionnelle entre les marchés financiers traditionnels et les plateformes d'échange de crypto-actifs? Ou est-ce que la seule démonstration du "potentiel de négociabilité" est suffisante?

2) La doctrine estime parfois que la finalité de "financement des entreprises" est nécessaire à l'émission d'actifs afin que ceux-ci puissent être qualifiés de valeurs mobilières. Hors, strictement parlant, l'ICO sert à financer le développement d'un logiciel. Penserai-tu que cela fasse obstacle à la qualification de valeur mobilière?

3) Concernant la condition de "comparabilité avec des catégories existantes de valeurs mobilières", je postule une comparabilité fonctionnelle sur base de la constatation que la valeur des crypto-actifs, tout comme celle des valeurs mobilières, dépend de la prestation future de l'émetteur et est ainsi soumise à l'aléa, à l'incertitude. Je postule également que:

- Les jetons-investissements (equity-tokens et debt-tokens) sont des valeurs mobilières en ce qu'ils représentent également des prétentions sur les revenus futurs de l'émetteur
- Les jetons-utilité ne constituent des valeurs mobilières que lorsque leur achat est principalement guidé par un esprit spéculatif (perspective de revente sur un marché secondaire). Si il est principalement motivé par la perspective d'utiliser le service développé, alors ils devraient être qualifiés de contrat de service à distance.

Question: ce raisonnement tient-il la route?

Annexe 6: Réponses de Thomas Linard de Guertechin (associé chez Clifford Chance LLP)

[EXT] Mémoire ICO - quelques questions

3

Jeudi, 11 juillet 2019 13:22

To: Linard de Guertechin, Thomas (Belgian Group-BRU) <Thomas.LinardDeGuertechin@CliffordChance.com>
Subject: RE: [EXT] Mémoire ICO - quelques questions

Salut Thomas,

Un immense merci pour ta réponse et ton temps!

Concernant la qualification des crypto-actifs émis lors d'une ICO en "valeurs mobilières":

1) La Commission européenne estime qu'un actif est "négociable" si son format "permet sa vente ou son achat dans un marché structuré". Elle précise que si ce marché est un marché régulé par MiFID II, il s'agit d'une indication conclusive qu'il s'agit d'une valeur mobilière.

Questions:

- Dans quelle mesure la qualification du marché sur lequel l'émission de crypto-actifs est portée influe sur leur qualification de "valeurs mobilières"?
La notion de valeur mobilière repose sur 2 conditions : (i) la transférabilité et (ii) la négociabilité. La notion de transférabilité est directement liée à la notion de titres (c'est-à-dire un effet juridique autonome possédant un caractère collectif qui est facile à céder – par opposition à un contrat). La notion de négociabilité est liée à celle de marché (et donc par uniquement à la notion de marché réglementé, qui ne comprend pas les OTF) et s'oppose à la notion de produits OTC (tels certains dérivés qui sont des contrats). Le test pour la notion de valeur mobilière est donc de voir si en pratique le produit peut être négocié sur un marché dès lors qu'il possède une valeur (même s'il n'est pas négocié sur un marché, il suffit qu'il puisse l'être). Sur base de ces deux conditions, il ne fait aucun doute que les tokens ou monnaies virtuelles (tout les crypto-assets au sens général) sont des valeurs mobilières puisque leur format leur permet d'être transférée et elles ont une valeur intrinsèque. Cependant, l'article 4(44) de MiFID2 qui définit la notion de valeurs mobilières prévoit une exception qui sont les instruments de payments (eux-mêmes définis par référence aux Directives "e-money" et PSD2). L'arrêt de la CJUE David Heqvist donne un argument pour dire que les crypto-assets sont bien des instruments de payments et tombent dans des lors dans l'exception). La raison tient au fait que le test doit plus se baser sur l'intention de l'acquéreur que sur les caractéristiques propres de la monnaie virtuelle (ie, investissement versus payment). Cependant, la position que l'EBA (régulateur européen des banques) a pris est de distinguer entre trois catégories de tokens : les "securities" tokens/coins, les "payments" tokens/coins et les "utility" tokens/coins. Les premiers sont des valeurs mobilières, les second des instruments de payments et les troisièmes ne sont pas réglementés. Je te joins le rapport pour info.
 - Est-il pertinent - au regard de la qualification des crypto-actifs - de procéder à une analyse fonctionnelle de la notion de "marché de capitaux" pour démontrer l'équivalence fonctionnelle entre les marchés financiers traditionnels et les plateformes d'échange de crypto-actifs? Ou est-ce que la seule démonstration du "potentiel de négociabilité" est suffisante?
Deuxième option. La notion de marché de capitaux est moins large que la notion de MTF/OTF car il existe des marchés OTF/MTF pour des matières premières, les quotas d'émission et plein d'autres choses qui ne sont pas des "valeurs mobilières". Je pense que plus personne n'argumente sur le fait que les cryptoassets ne sont pas négociés sur des "marchés" au sens de MiFID puisque la notion est très large.
- 2) La doctrine estime parfois que la finalité de "financement des entreprises" est nécessaire à l'émission d'actifs afin que ceux-ci puissent être qualifiés de valeurs mobilières. Hors, strictement parlant, l'ICO sert à financer le développement d'un logiciel. Penserai-tu que cela fasse obstacle à la qualification de valeur mobilière?

Non, ce n'est pas une condition pour qualifier en tant que valeur mobilière. Il y a d'ailleurs beaucoup de valeurs mobilières qui n'ont pas pour objet le financement des entreprises. Il est vrai qu'il existe un argument pour dire que la notion belge de valeur mobilière (défini à l'article 2 de la loi du 2 août 2002) est limitative et ne comprends dès lors pas les crypto-assets. Cependant, cela ne résiste pas à l'argument qu'il faut interpréter la notion conformément au droit européen et donc à MiFID2, dans laquelle la notion n'est pas limitative.

3) Concernant la condition de "comparabilité avec des catégories existantes de valeurs mobilières", je postule une comparabilité fonctionnelle sur base de la constatation que la valeur des crypto-actifs, tout comme celle des valeurs mobilières, dépend de la prestation future de l'émetteur et est ainsi soumise à l'aléa, à l'incertitude. Je postule également que:

- Les jetons-investissements (equity-tokens et debt-tokens) sont des valeurs mobilières en ce qu'ils représentent également des prétentions sur les revenus futurs de l'émetteur
- Les jetons-utilité ne constituent des valeurs mobilières que lorsque leur achat est principalement guidé par un esprit spéculatif (perspective de revente sur un marché secondaire). Si il est principalement motivé par la perspective d'utiliser le service développé, alors ils devraient être qualifiés de contrat de service à distance.

Question: ce raisonnement tient-il la route?

Ok, je comprends le raisonnement mais n'oublie pas qu'en droit belge nous avons également la notion d'instruments de placement (défini dans la loi prospectus) qui est plus large que la notion de valeurs mobilières (ou même d'instrument financier). La conséquence est d'obliger l'émetteur à publier un prospectus. Je te joins mon analyse pour dire que les utility tokens peuvent être qualifiée comme tel.

Concernant l'application de MiFID II

4) Lorsque l'organisateur de l'ICO ne fait pas appel à une entreprise spécialisée et lance lui-même l'ICO, il court-circuite l'intervention d'une entreprise d'investissement et MiFID II ne devrait en principe pas s'appliquer. Par contre, lorsque l'organisateur fait appel à une entreprise IT spécialisée dans la mise en place d'ICO's (ex: IcoBox) et en organise habituellement et à titre professionnel, est-il plausible de postuler l'application de MiFID II? Est-ce que le fait de coder le contrat intelligent via lequel l'ICO sera exécutée (et qui, dans les faits, permet de porter l'émissions des crypto-actifs aux investisseurs d'une façon similaire aux opérations de placement traditionnelles) pourrait être qualifié de "service d'investissement"?
Ces entreprises devraient-elles demander une autorisation auprès des autorités nationales compétentes afin d'offrir leur service?

Oui et oui, à noter que si aucun tiers n'intervient, ce sera l'organisateur de l'ICO qui sera lui-même considéré comme une entreprise d'investissement, rendant un service de placement en instrument financier. Dès lors, il sera soumis à une licence qui est en pratique impossible à avoir (sauf si on a une année et 1 millions d'euros à consacrer à cela).

5) A partir de quel moment une plateforme d'échange ou un marché informel (tels que les bourses et marchés de crypto-actifs présents) est considérée comme un MTF ou un OTF et est obligée d'obtenir une approbation des autorités nationales compétentes? (Sachant que selon moi, il y a peu de différences, en pratique, entre ces plateformes et les *Alternative Trading Systems*).

Dès qu'elle permet la rencontre des intérêts acheteur et des intérêts vendeur. Donc ce sera très rapide en pratique.

