
FSMA_2017_20 du 13/11/2017

« Initial Coin Offerings » (ICO)

Champ d'application :

La communication s'adresse tant aux émetteurs d'ICO qu'aux consommateurs.

Résumé/Objectifs :

La présente communication de la FSMA s'adresse tant aux émetteurs d'ICO qu'aux consommateurs. Elle donne un aperçu de la réglementation à laquelle les émetteurs sont susceptibles d'être soumis. La FSMA y attire par ailleurs l'attention des consommateurs sur les risques liés aux investissements dans des ICO, ainsi que sur les indices pouvant présager une escroquerie.

En 2017, la vente de *tokens* (jetons) numériques, aussi appelée *Initial Coin Offering* ou ICO¹, a permis de lever dans le monde des fonds dont le montant dépasse déjà trois milliards de dollars. La FSMA constate que la médiatisation qui entoure les ICO, les monnaies virtuelles et la technologie *blockchain* peut donner lieu à des comportements spéculatifs où l'on n'accorde que très peu d'attention au projet sous-jacent et aux risques qu'il comporte. Elle a donc décidé de publier la présente communication.

Lors d'une vente de *tokens*, les concepteurs d'un projet proposent par internet au public d'acheter des *tokens* numériques pour pouvoir financer le développement de ce projet. Les *tokens* peuvent être acquis pendant un certain laps de temps via un site internet en échange d'une crypto-monnaie² acceptée par le promoteur. Les caractéristiques des *tokens* et les droits qui y sont liés varient d'une ICO à l'autre.

La création et l'émission de *tokens* s'effectuent à travers une technologie de registre distribué (*distributed ledger technology* ou DLT³). Les développeurs utilisent souvent des contrats intelligents (*smart contracts*) et d'autres fonctions qu'une plateforme telle qu'Ethereum⁴ permet d'exécuter. Un *token* peut présenter des propriétés analogues à celles

- d'un instrument d'investissement : il peut être assorti de certains droits, offrir des perspectives de revenu ou de rendement et des moyens peuvent être mis en commun pour investir dans des *tokens* ;

¹ Ces opérations portent également le nom de (*initial*) *token sales*, *coin sales* ou *crowdsales*.

² Aussi appelée monnaie virtuelle. Les crypto-monnaies les plus connues sont le Bitcoin et l'Ether (y compris l'Ether classique) ; viennent ensuite le Ripple, le Litecoin, le Dash, le Nem, le Neo, l'IOTA et le Monero. Selon les estimations, déjà plus de mille crypto-monnaies de ce genre sont en circulation.

³ La DLT est une base de données numérique décentralisée qui permet d'enregistrer et de partager des transactions sur un réseau. La DLT utilise la technologie dite *blockchain*.

⁴ Ethereum est une plateforme logicielle libre basée sur la technologie *blockchain*, sur laquelle des développeurs peuvent construire et implémenter des applications décentralisées (« *dApps* »).

- d'une unité de compte ou d'échange étant donné qu'il peut être converti en d'autres *tokens*, en crypto-monnaie ou en monnaie légale ;
- et/ou de l'une ou l'autre licence d'utilisation : il permet d'accéder au produit ou au service.

Les offres d'ICO étant très diverses, le statut des *tokens* et la responsabilité de l'entité émettrice au regard de la réglementation financière actuelle sont flous⁵. [L'Autorité européenne des marchés financiers \(ESMA\) a publié une déclaration concernant les risques que présentent les ICO.](#)

En tant que membre de l'ESMA, la FSMA souscrit pleinement à cette déclaration. S'agissant des opérations d'ICO en Belgique, la FSMA tient à insister sur les points suivants.

Points d'attention destinés aux émetteurs d'ICO : législation éventuellement applicable

L'ESMA a pour le moment constaté que, en fonction de sa structuration, une ICO pourrait être soumise à différentes réglementations financières : directive Prospectus, directive concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID), directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFMD), règlement sur les abus de marché (MAR), 4^e directive relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme (AMLD4), etc.

Il n'est pas exclu que la réglementation prudentielle ou d'autres réglementations concernant par exemple les normes comptables, les obligations fiscales ou l'argent électronique soient applicables.

Outre les réglementations européennes susmentionnées, les lois et le règlement suivants pourraient trouver à s'appliquer en Belgique :

- le règlement de la FSMA du 3 avril 2014 concernant l'interdiction de commercialisation de certains produits financiers auprès des clients de détail. Ce règlement stipule qu'il est interdit de commercialiser en Belgique, à titre professionnel, auprès d'un ou de plusieurs clients de détail, des produits financiers dont le rendement dépend directement ou indirectement d'une monnaie virtuelle.
- la loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés. Cette loi rend obligatoire l'établissement d'un prospectus soumis à l'approbation de la FSMA pour toute offre publique d'instruments de placement effectuée sur le territoire belge, prévoit un monopole d'intermédiation pour le placement d'instruments d'investissement sur le territoire belge et dispose que les communications à caractère promotionnel se rapportant à l'offre publique doivent être approuvées au préalable par la FSMA.

⁵ Dans le courant de 2017, des pays tels que les États-Unis (la SEC), le Royaume-Uni (la FCA), Singapour (la MAS), le Canada (la CSA), Hong Kong (la SFC) et l'Australie (l'ASIC) ont averti que certains *tokens* sont en réalité des instruments d'investissement (et entrent en tant que tels dans le cadre réglementaire applicable) tandis que d'autres ne le sont pas. Certains pays (dont la Chine) ont déclaré que les bourses de crypto-monnaies devaient être agréées et qu'elles opéraient donc actuellement dans l'illégalité ; ces pays ont pris des mesures visant à proscrire les activités commerciales auxquelles elles donnent lieu.

- la loi du 18 décembre 2016 organisant la reconnaissance et l'encadrement du crowdfunding et portant des dispositions diverses en matière de finances. Cette loi fixe les conditions d'agrément de l'activité de plateforme de financement alternatif (c'est-à-dire la variante financière du *crowdfunding*) de même que les règles que les fournisseurs de services de financement alternatif doivent respecter.

L'applicabilité des lois et du règlement ci-dessus dépend de la manière dont l'ICO concernée est structurée et doit donc faire l'objet d'un examen au cas par cas.

Points d'attention destinés aux investisseurs : les ICO sont complexes, risquées et non sujettes à contrôle, et les investisseurs ne sont pas protégés.

Quasiment chaque projet financé par ICO est à un stade très précoce de son développement. Partant d'un concept, la campagne d'ICO se déroule en plusieurs étapes : création d'un site web, publication en ligne de ce que l'on appelle un *white paper*, création de *tokens* et finalement réalisation de l'*initial coin/token offering*.

Le *white paper* ne doit répondre à aucune exigence légale. Il présente le projet ou le concept et explique comment les fonds levés seront utilisés. Il décrit également les étapes prévues et leur échéancier lorsque le projet doit encore être élaboré. L'on retrouve parfois dans ces *white papers* des avis de pairs quant à la faisabilité du projet, aux compétences professionnelles des développeurs ou à d'autres questions techniques. Ils peuvent aussi inclure un avis juridique sur d'éventuels sujets légaux et fiscaux.

Un chapitre d'importance non négligeable du *white paper* est celui où l'on mentionne la fixation du prix des *tokens* et la méthode choisie pour les vendre, ainsi que la quantité de *tokens* que les développeurs conserveront.

L'ICO est commercialisée essentiellement par le biais de médias sociaux tels qu'Instagram, Facebook, YouTube et Twitter, de sites web, de *chatrooms*, de communautés spécialisées et d'événements en ligne ou non. Le nom de personnalités connues est aussi parfois cité (qu'elles en soient ou non avisées) pour donner une certaine dynamique au projet.

L'attention des investisseurs potentiels est particulièrement attirée sur les points suivants:

- selon leurs caractéristiques, les ICO peuvent échapper à tout cadre juridique. Dans beaucoup de cas, le consommateur/investisseur ne bénéficie donc d'aucune protection.
- du fait qu'elles ne relèvent (éventuellement) pas d'une réglementation et qu'elles peuvent être anonymes, les ICO sont exposées à la fraude et peuvent servir des fins illégales (telles que le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme).
- les informations souvent sommaires, non standardisées, opaques, subjectives et non auditées fournies au sujet des ICO font qu'il est difficile d'estimer les risques qui y sont liés. Pour les personnes qui ne connaissent pas bien les technologies en ligne, les informations techniques et détaillées relatives à une ICO peuvent être incompréhensibles.
- les start-ups sont des entreprises à risque. Participer à une ICO entraîne dès lors un risque réel de perte (partielle) en capital.

- la souscription se déroule de façon totalement numérique et est souvent complexe. Elle peut dérapier à tout moment⁶, alors qu'il n'existe aucune voie de recours en cas de différend relatif à la souscription. Autrement dit, le consommateur/investisseur est totalement laissé à lui-même.
- la valorisation de l'ICO est fixée de manière subjective et arbitraire par les développeurs⁷.
- il n'est nullement garanti que le projet sera effectivement mis sur le marché ni qu'il existe un marché pour cette technologie bien précise.
- la DLT – une pierre angulaire des ICO – n'en est qu'à ses balbutiements et présente encore des failles. Il convient de tenir compte des risques de **hacking** et de **phishing**. Ces piratages peuvent aussi bien se produire au cours du processus de souscription que viser l'application développée par les émetteurs.
- des risques spécifiques sont associés aux crypto-monnaies⁸. Dans la plupart des ICO, les candidats-participants doivent se procurer l'une ou l'autre crypto-monnaie avant de pouvoir recevoir des *tokens*. En cas de forte baisse du taux de change des crypto-monnaies utilisées, les développeurs courent le risque de ne pas disposer de suffisamment de moyens pour poursuivre le développement de leur technologie. Le projet pourrait être arrêté et les *tokens* pourraient perdre toute valeur.

ICO: Arnaques et mauvaises pratiques

Certaines ICO sont mises sur pied pour escroquer les utilisateurs et les investisseurs (on les appelle les *scam* ou *PonzICO's*), tandis que d'autres sont l'exemple même de ce qu'il ne faut pas faire.

Voici quelques indices parmi d'autres pouvant aider à repérer les ICO douteuses :

- le *white paper* est de mauvaise qualité et ne contient que des informations parcellaires.
- un matraquage est organisé autour de l'ICO (l'ICO ne durera que très peu de temps, publicité intrusive, campagne menée par une personnalité connue, etc.). Il s'agit d'ICO dites *pump and dump*.
- le *token* est essentiellement présenté comme un instrument d'investissement et la plateforme sert pour l'instant uniquement de marché secondaire où se traite le *token* en question.
- les antécédents des participants à l'ICO ne sont pas contrôlés.
- les développeurs sont anonymes, le projet n'est qu'à l'état de concept, il n'existe pas encore de produit et l'on ne dispose pas de validations externes.

⁶ C'est le processus de participation tout entier qui est complexe et qui peut donc être difficilement compréhensible pour quelqu'un qui n'est pas accoutumé aux transactions en monnaies virtuelles.

⁷ La fixation du prix des *tokens* se révèle très sensible aux impressions et aux rumeurs, et elle est donc très volatile. Ni les facteurs liés à l'offre et la demande ni les modèles de valorisation d'actifs financiers sur lesquels l'on se base habituellement ne s'appliquent lorsqu'il s'agit de valoriser les ICO.

⁸ Le lecteur se référera aux mises en garde publiées conjointement par la FSMA et la BNB en [2014](#) et [2015](#).

- il n'y a pas d'accès au contrat intelligent ni au code ou aux informations techniques liées à la création de *tokens*.
- le projet ne recourt pas à un réseau décentralisé ni à une application DLT et l'ICO vise donc uniquement à lever des fonds.
- le projet affiche des objectifs irréalistes (les capitaux à lever sont par exemple disproportionnés par rapport à la valeur que le projet va créer).

Si vous avez des raisons de penser que des ICO douteuses sont proposées au public belge, veuillez en informer la FSMA en utilisant notre [formulaire de contact](#).