AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Impression à partir d'une page du site internet de l'AMF

05 avril 2018

Intervention de Robert Ophèle, Président de l'AMF - Mission d'information sur les " Monnaies virtuelles " (Président : Eric Woerth , Rapporteur : Pierre Person) - Commission des finances de l'Assemblée nationale - 5 avril 2018

Seul le prononcé fait foi

Je vous remercie, Monsieur le Président, d'avoir pris l'initiative de cette Mission d'information et d'auditionner l'AMF dans ce cadre.

Au-delà des turbulences déclenchées par le bitcoin et malgré le diagnostic rassurant qui consiste à observer que la valeur de l'ensemble des crypto-actifs recensés par les plateformes spécialisées – il y en aurait environ 1700 – représente moins de 50 % de la capitalisation de la seule société Apple [1], chacun comprend que la digitalisation des actifs s'appuyant sur les techniques de registre distribué et de cryptologie avancée est un phénomène qui va se développer et remettre en question en profondeur le cadre de fonctionnement de nos économies. Le rôle de la monnaie, la place de l'intermédiation bancaire, le rôle des marchés financiers, la protection des investisseurs et in fine le financement de nos économies, tout cela doit être revisité à la lumière des ruptures que peuvent apporter les crypto-actifs et les technologies associées.

C'est naturellement un sujet de réflexion pour l'AMF comme pour les autres autorités de la sphère financière en France et plus généralement en Europe et dans le reste du monde; je suis heureux que la Commission des finances de l'Assemblée Nationale s'en saisisse à travers

votre mission d'information ainsi que celle, constituée conjointement avec les commissions des lois et des affaires économiques, sur " la question des usages des bloc-chaînes et autres technologies de certification de registres " .

L'AMF a été interpelée par ce phénomène via de multiples canaux :

- d'abord par la commercialisation, auprès du grand public, de crypto-monnaies et de dérivés sur crypto-monnaies (options binaires et Contrats sur différence (CFD)), souvent via des publicités trompeuses et souvent via des plateformes fantômes correspondant à de pures escroqueries [2];
- ensuite par des sociétés de gestions souhaitant proposer des fonds investis en crypto-actifs ;
- enfin par des entrepreneurs souhaitant lever des fonds via l'émission de jetons et nous demandant comment réaliser leur opération en respectant la réglementation.

Parallèlement,

- un écosystème s'est développé à Paris autour d'ingénieurs informaticiens, d'entrepreneurs du secteur des " fintech " et de cabinets d'avocats se spécialisant dans ce domaine porteur de nombreuses questions juridiques nouvelles ;
- l'environnement des crypto-actifs a suscité un engouement de plus en plus fort auprès du grand public malgré l'extrême volatilité de leur prix et leur caractère particulièrement risqué ;
- après une période consacrée aux alertes sur le danger de ces actifs, les autorités ont commencé à réfléchir à un encadrement, voire à une réglementation contraignante. L'AMF a été très active sur ces deux fronts avec de multiples interventions dans les médias, y compris les réseaux sociaux, pour alerter sur le danger des crypto-actifs mais également via une consultation publique relative à l'encadrement souhaitable des offres de jetons sur le marché primaire, les Initial Coins Offering ou ICO ; cette consultation a rencontré un grand succès, nous en avons rendu compte [3]. Ce que je vais évoquer cet après-midi s'en inspire largement.

Il convient en premier lieu d'essayer de comprendre les raisons de cet engouement pour les crypto-actifs avant de déterminer leur éventuelle réglementation.
Certes, il peut y avoir derrière le phénomène des crypto-actifs la volonté de certains d'assurer de façon difficilement traçable le financement d'activités criminelles ou encore la volonté d'incarner un idéal mondialiste libertarien [4] s'affranchissant de toute contrainte

étatique, tout cela relayé par un l'attrait d'une possible spectaculaire plus-value ; mais ce phénomène traduit également la volonté :

- d'abaisser les coûts de certaines opérations financières (transferts, appel public à l'épargne …),
- d'accélérer les temps d'exécution de ces opérations,
- de toucher une cible mondiale,
- de financer des projets à un stade très précoce de leur mise en œuvre,
- de financer le développement d'un service ou d'un produit par ses potentiels futurs utilisateurs sans pour autant diluer le capital social de la société à l'origine du projet,
- de renforcer la sécurité des transactions en associant un historique très sécurisé parce qu'inhérent à la technique du registre distribué (DLT) et une cryptologie avancée,
- de créer des environnements de service à vocation globale type Amazon (cas d'Ethereum par exemple qui abrite l'essentiel des ICO),
- de s'approprier à terme le revenu de seigneuriage dont bénéficient les émetteurs de monnaie ; les banques centrales étudient d'ailleurs désormais plus sérieusement la possible émission de crypto-monnaies publiques [5].

Cela nous conduit à penser que le développement des crypto-actifs est une tendance lourde, qu'il convient non de combattre mais d'accompagner via un encadrement qui permette son essor dans un cadre plus sécurisé qu'aujourd'hui.

C'est dans cette démarche que s'inscrit l'AMF et nous avons quatre priorités ; en tant qu'autorité de marché, nous considérons qu'il convient d'assurer :

- une information pertinente sur le produit,
- la transparence sur les émetteurs et les investisseurs,
- un mécanisme de formation des prix qui soit transparent et assure l'intégrité du marché,
- une sécurité de la chaîne de marché tant d'un point de vue juridique (preuve de la détention de l'actif), qu'opérationnel (solidité du dispositif par rapport aux cyber-risques par exemple).

Cela doit se décliner tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire et il convient d'en tirer les conséquences appropriées sur l'ensemble de la sphère financière.

1. Première question préalable : les jetons doivent-ils être considérés comme des valeurs mobilières et leur offre au public relever de la réglementation Prospectus ?

La réglementation dite " Prospectus " encadre et régit dans l'Union Européenne les émissions de " valeurs mobilières ". Dans sa version actuelle elle a été transposée en droit français en remplaçant l'expression " valeurs mobilières " par celle de " titres financiers ". Dès lors, si les jetons constituaient des " titres financiers " au sens du droit français, leur offre au public serait génératrice d'une obligation pour l'émetteur - sauf cas de dérogation - de rédiger un prospectus visé par l'AMF.

Je tiens à votre disposition notre analyse détaillée et je me bornerai à ce stade à indiquer que nous pensons que ce n'est que très rarement le cas, car les jetons ne relèvent généralement d'aucune des catégories retenues par la loi pour définir les titres financiers (article L 211-1 du Code monétaire et financier – Comofi -), à savoir : les titres de capital émis par les sociétés par actions, les titres de créance, les parts ou actions d'organismes de placement collectif. Bien entendu, dans les cas où un jeton offrirait des droits conduisant à l'assimiler à l'une de ces trois catégories, il serait soumis à la réglementation existante associée.

Cette conclusion intérimaire, au regard des nombreux cas [6] que nous avons pu observer, emporte plusieurs conséquences. En premier lieu, faute de pouvoir - sauf cas particuliers - recevoir la qualification de titres financiers, il n'apparaît pas possible, en droit positif, d'exiger des émetteurs de jetons de soumettre à l'AMF un prospectus en vue d'un visa. En second lieu, faute de pouvoir qualifier les jetons de titres financiers, l'article 1841 du code civil, qui pose un principe d'interdiction de procéder à une offre au public de titres financiers ou de parts sociales sauf autorisation spéciale prévue par la loi, n'apparaît pas applicable [7].

Le nouveau règlement " Prospectus " (notez qu'on est passé d'une directive à un règlement) qui entrera pleinement en application à compter du 21 juillet 2019 conduit cependant à revisiter cette problématique car la définition des " titres financiers " qui figure à l'article L. 211-1 du Comofi ne sera plus pertinente. Le règlement sera en effet applicable aux offres au public de " valeurs mobilières " au sens de la directive MiFID 2 (Marchés d'instruments financiers). Or, cette définition est plus large que celle de " titres financiers " figurant dans le Comofi actuel. En effet, les " valeurs mobilières " sont définies, en droit européen, comme " les catégories de titres négociables sur le marché des capitaux, à l'exception des instruments de paiement, telles que …. ".
Dans la perspective de l'entrée en vigueur de ce règlement européen, la question se pose

donc de savoir si des jetons peuvent constituer " une catégorie de titres négociables sur le marchés de capitaux ", auquel cas ils devraient être qualifiés de " valeurs mobilières " dont l'offre au public relève de la règlementation prospectus.
La réponse à cette question est principalement de la compétence de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEFM ou ESMA en anglais) et des juridictions compétentes. Sans préempter l'issue de réflexions qui sont effectivement en cours, il apparaît que l'une des questions centrales, non encore tranchée, est de déterminer si l'expression " titre " exclut la possibilité d'incorporer un droit qui ne représente pas intrinsèquement un droit financier. Autrement dit, peut-on considérer qu'un droit (autre que financier) qui serait incorporé dans un instrumentum pourrait devenir un " titre " du simple fait qu'il offre une espérance de gain le jour de sa revente ?

La question est ouverte. Est-ce souhaitable ? Je ne le pense pas et ce n'est pas l'orientation résultant des réponses reçues dans le cadre de la consultation publique.

Cette solution permettrait certes de prendre en compte le fait que les ICO sont potentiellement d'un montant très important et présentent des risques très élevés. Par conséquent, rien ne semble justifier a priori qu'une réglementation souple s'applique à ces offres au public alors qu'en parallèle la lourde réglementation " Prospectus " s'applique à des émissions de montant plus limité (même si l'AMF envisage de relever le seuil d'exemption à 8 M€) et pour des risques significatifs mais globalement mieux maîtrisés (cas des biotechs par exemple).

Elle aurait également pour avantage de faire entrer pleinement les jetons dans le cadre de la MIF et donc de leur appliquer les règles concernant les transactions sur le marché secondaire (statut des intervenants et des infrastructures de marché).

Cette solution présente toutefois plusieurs inconvénients :

- Les jetons dont la vocation est de servir uniquement d'instrument de paiement ne seraient pas visés car étant explicitement exclus de la définition des valeurs mobilières. En effet, la Cour de Justice de l'Union Européenne (CJUE) a qualifié dans une décision Hedqvist du 22 octobre 2015 le bitcoin comme " un moyen de paiement contractuel ", " devise virtuelle qui ne saurait, d'une part, être regardée ni comme un compte courant ni comme un dépôt de fonds, un paiement ou un virement. D'autre part, à la différence des créances, des chèques et des autres effets de commerce …. constitue un moyen de règlement direct entre les opérateurs qui l'acceptent. ". Or, compte tenu du continuum que l'on observe entre les différentes offres de crypto-actifs, il ne semble pas judicieux de segmenter de façon rigide le périmètre entre les jetons qui ont vocation à être de simples instruments de paiement et ceux auxquels sont attachés une valeur d'usage ;

- Même si on peut imaginer que l'ESMA propose la mise au point d'un prospectus spécialement adapté aux crypto-actifs, on peut se demander si vouloir à toute force imposer la réglementation prospectus est opportune : ces offres qui sont faites en dehors des cadres habituels seraient traitées dans un processus inadapté et qui de surcroît ne présenterait pas nécessairement les garanties adéquates compte tenu des risques encourus (le prospectus garantit uniquement une information de qualité).

Une telle réglementation donnerait un signe de fermeture de la place de Paris et de l'Union Européenne qui souhaitent au contraire favoriser le développement des fintech. Les points forts des ICO étant leur rapidité et leur souplesse, une réglementation inadaptée aurait probablement pour conséquence de les faire fuir (y compris les " bons projets ").

2. Seconde question préalable : les jetons doivent-ils être considérés comme des " biens divers " ?

L'AMF (et l'ESMA) considère que les dérivés sur crypto-actifs, quel que soit le régime juridique de ces actifs, relèvent de la réglementation financière car la notion de dérivé l'emporte sur le statut du sous-jacent. Les options binaires et certains CFD sur crypto actifs sont donc directement visés par les mesures d'interdiction de la publicité en vigueur en France et, désormais, par les interdictions de commercialisations prises de façon temporaire par l'ESMA à l'échelle européenne et qui pourront être relayées sans limite de temps par les autorités nationales.

Si le marché dérivé peut être appréhendé, on a vu que l'émission de jetons par un résident français ne relève aujourd'hui, dans la grande majorité des cas dont nous avons connaissance, d'aucune réglementation financière ; l'émetteur ou l'intermédiaire qui commercialise les jetons peut toutefois relever, dans certains cas, des différents statuts d'intermédiaire en biens divers (IBD) :

- d'IBD 1 (contrôle a priori de la communication commerciale par l'AMF et suivi de l'entité) s'il propose " d'acquérir des droits sur des biens mobiliers ou immobiliers lorsque le contrat offre aux acquéreurs une faculté de reprise ou d'échange et la revalorisation du capital " ;

- d'IBD 2 (contrôle a priori de la communication commerciale par l'AMF) s'il met " en avant la possibilité d'un rendement financier direct ou indirect ou ayant un effet économique similaire ".

L'AMF a initié des actions répressives vis-à-vis de plateformes dans le cadre d'IBD2 et alimente une liste noire des sites identifiés comme ne respectant pas cette réglementation. L'AMF considère cependant que ses pouvoirs en la matière sont trop limités et souhaite

l'extension aux biens divers de la procédure qui lui permet, pour les services d'investissement financiers, de demander en justice le blocage de l'accès aux sites internet proposant de façon illicite de tels investissements (options binaires, CFD …).

Une telle approche, adaptée à la lutte contre les arnaques présente cependant deux inconvénients :

- elle ne peut couvrir l'ensemble des offres de crypto-actifs,
- elle est purement nationale et difficilement exportable au niveau européen et a fortiori au niveau mondial.

3. A ce stade, l'AMF préconise une approche souple qui s'articule sur les deux piliers suivants :

D'abord un label / visa optionnel qui serait délivré par l'AMF aux émissions lorsqu'un certain nombre de conditions sont rassemblées et notamment :

- Des émetteurs et des souscripteurs identifiés :

- l'émetteur doit être une personne morale identifiée (société voire association) et enregistrée au minimum dans un pays hors " liste noire " de l'UE ;
- les souscripteurs doivent être identifiés au-delà du numéro IP de leur ordinateur ou de leur clef personnelle et les diligences de connaissance du client (KYC) doivent pouvoir être conduites par l'émetteur ou son mandataire.

- Une information pertinente sur l'actif émis et le projet financé :

- une taxonomie indicative entre les jetons dont la vocation est d'être de simples moyens de paiement et ceux ouvrant des droits d'usage avec une catégorisation à construire de ces droits ; bien entendu les jetons ouvrant des droits financiers ont vocation à être traités dans le cadre existant des offres au public de titres financiers (prospectus, Document d'information réglementaire synthétique (DIRS),…) ;
- un document " white paper " décrivant de façon précise les droits ouverts, l'éventuel plan d'affaires, la technologie employée (avec éventuellement l'avis sur cette dernière d'un expert indépendant, par exemple qualifié par l'Agence Nationale de la Sécurité des Systèmes d'Information (ANSSI).

- Une procédure d'émission transparente et sécurisée avec :

- un prix d'émission fixe ou dont le mode de détermination est fixé ex ante,
- une durée d'émission fixée ex ante,
- un montant d'émission fixé ex ante (éventuellement fourchette) ainsi que le traitement des souscriptions excédentaires,
- une information exhaustive sur le rôle de l'émetteur et de ses parties liées dans l'émission : jetons réservés, jetons déjà acquis, jetons créés dans le cadre de " minage ",
- des souscriptions sous séquestre jusqu'à la clôture de l'ICO.

In fine, le document d'information qui accompagnerait une ICO labellisée par l'AMF plus adapté qu'un prospectus traditionnel et permettrait d'apporter des garanties supplémentaires face aux risques spécifiques de ces opérations. Son caractère optionnel permettrait de développer en France les projets les plus sérieux.

Le second pilier consisterait en un marché secondaire organisé de façon efficace pour les jetons dont la négociabilité est une caractéristique importante :

- Cela passe par un statut spécifique pour les plateformes effectuant des transactions sur crypto-actifs. Pour ce faire, au-delà des similitudes avec les établissements de monnaie électronique ou les établissements de paiement, ce sont les similitudes avec les entreprises d'investissement et leurs plateformes de négociation de titres qu'il faut privilégier afin d'apporter une sécurité aux investisseurs. Le marché secondaire des crypto-actifs est actuellement parfaitement opaque et est d'autant plus propice aux abus de marché que la volatilité y est très élevée, y compris en intra-journalier. Si on souhaite proposer un environnement plus sécurisé, il faut appliquer les dispositions inspirées de MIFID et effectuer les transactions sur des plateformes régulées et supervisées type MTF (pas de discrétion dans les règles de marché) ou OTF (dose de discrétion) voire internalisateur systématique et avec la transparence associée (transparence pré-négociation et post-négociation) ;

- Il conviendrait également de donner un cadre légal à la détention et au transfert de propriété des crypto-actifs. La technologie blockchain n'est pas reconnue aujourd'hui comme pouvant générer un registre attestant de la propriété d'un bien ; c'est d'ailleurs la raison pour laquelle il a fallu l'an passé une ordonnance pour permettre la représentation et la transmission de certains titres financiers (et les crypto-actifs ne sont pas couverts par cette ordonnance) au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé. Naturellement, il convient également de prolonger le dispositif par les mécanismes postmarchés habituels dans le monde des transactions financières : DVP (Delivery versus Payment) avec possibilité ouverte par la technologie blockchain d'une tenue en temps réel du registre de l'émetteur.

4. En cas d'encadrement satisfaisant, le marché des crypto-actifs pourrait s'ouvrir aux placements collectifs et, ce faisant, à un ensemble

plus vaste d'investisseurs

Actuellement on peut considérer que la réglementation française est très restrictive. A ce stade, l'AMF a refusé que des fonds régulés en France (en l'occurrence il s'agissait d'un Fonds Professionnel Spécialisé) puissent investir en crypto-actifs au motif que la propriété des crypto-actifs n'était pas établie actuellement en droit français [8].

Dans une approche incitatrice on pourrait envisager de déployer à l'avenir le dispositif suivant une fois les prérequis évoqués au point précédent mis en œuvre :

- en cas de visa / label, autorisation de faire de la publicité pour le crypto-actif et éligibilité aux supports AIFM de type Fonds Professionnels Spécialisé (FPS), Fonds Commun de Placement à Risque (FCPR) et Fonds commun de Placement dans l'Innovation (FCPI) ;

- en cas de visa / label et négociabilité avec un mécanisme de prix pertinent, éligibilité aux supports Fonds d'Investissement Alternatif à vocation générale (FIVG ouverts aux investisseurs non professionnels) et via ces derniers aux contrats d'assurance en unité de compte ; éligibilité à l'actif des OPCVM (dans la limite du ratio dit " poubelle " de 10 %).

En conclusion, je souhaiterais mettre l'accent sur deux points :

- d'abord l'urgence à légiférer mais à légiférer dans un esprit d'ouverture car nous sommes face à un phénomène dont on n'a pas encore pris toute la mesure ;

- ensuite sur la nécessité de développer en parallèle une approche nationale et une approche internationale car, si les crypto-actifs sont par nature transfrontières et appellent à une approche coordonnée entre pays – c'est bien la logique de l'initiative franco-allemande récente, il serait contre-productif d'attendre le résultat de travaux internationaux (Conseil de stabilité financière (CSF ou FSB en anglais), Groupe d'action financière (GAFI), l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV ou IOSCO en anglais), ESMA …) dont on ne peut préjuger du temps qu'ils prendront avant d'aboutir à un consensus.

[1] Le monde des crypto-actifs a été tiré par le " succès " du bitcoin (dont la capitalisation n'a cependant dépassé 10 Md USD qu'en octobre 2016 puis 100 Md USD qu'en octobre 2017 et ne représente actuellement qu'environ 15 % de la capitalisation boursière d'Apple) les initiatives se sont multipliées : le site Coinmarketcap recense ainsi près de 1000 " coins " (pour une capitalisation fluctuant d'un jour à l'autre entre 250 et 350 Md$ dont 75 % pour les trois principales que sont Bitcoin, Ethereum et Ripple) et près de 700 " tokens " (pour une capitalisation de 35 Md$ dont 35 % seulement pour les 3 premiers)

[2] A titre d'illustration, la plateforme Epargne Info service de l'AMF a enregistré plus de 100 réclamations relatives aux crypto-actifs en février faisant état de 1,1 M€ de pertes.

[3] http://www.amf-france.org/Actualites/Communiques-de-presse/AMF/annee-2018?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F57711a6c-4494-4215-993b-716870ffb182

[4] Le 3 janvier 2009, le premier bloc de bitcoin était accompagné du texte encodé suivant " The Times 03/Jan/2009 Chancellor on brink of second bailout for banks ".

[5] Rapport CPMI-BIS " Central Bank Digital Currency " Mars 2018 et également Raskin et Yermack " Digital currencies, decentralized ledgers, and the future of central banking " 2016 NBER w22238.

[6] A la date de l'audition, 37 projets d'ICO ont été présentés à l'AMF sur une base volontaire.

[7] Aux termes de l'article L. 211-41 du Comofi, " sont assimilés aux titres financiers mentionnés à l'article L. 211-1 tous les instruments équivalents ou droits représentatifs d'un placement financier dans une entité émis sur le fondement de droits étrangers. " Il en résulte qu'une commercialisation en France de jetons émis sur le fondement de droits étrangers emporte pour les émetteurs de tels instruments, les mêmes conséquences que celles applicables aux émetteurs de titres financiers émis sur le fondement du droit français (obligation ou non de prospectus par exemple).

[8] 1° de l'article L 214-154 du Comofi.

SUR LE MÊME THÈME

S'abonner à nos alertes et flux RSS

LETTRE DE L'OBSERVATOIRE

EPARGNE DE LONG TERME

17 décembre 2025

Lettre de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF - N°64 - Décembre 2025

ARTICLE

ARNAQUES

21 février 2025

Quelles sont les arnaques les plus courantes ?

RAPPORT / ÉTUDE

ARNAQUES

13 décembre 2021

Les Français et les arnaques à l'investissement. Etude BVA pour l'AMF - Décembre 2021

Mentions légales :
Responsable de la publication : Le Directeur de la Direction de la communication de l'AMF. Contact : Direction de la communication, Autorité des marchés financiers - 17, place de la Bourse - 75082 Paris Cedex 02