



m $\in$ estria  
BLOCKCHAIN



# **GUIDE DES INVESTISSEMENTS NUMÉRIQUES**

Décrypter les nouvelles  
opportunités d'investissement

Tokenisation, levées de fonds  
crypto, ICO, STO, ETO



# Sommaire

Avant-propos.....	5
Introduction.....	7
La tokenisation.....	7
Les “tokens”, ou jetons numériques.....	8
L’investissement en jetons numériques.....	10
Les grandes différences.....	10
Les avantages des jetons numériques.....	11
Focus sur 5 avantages.....	12
Déroulé d’un investissement.....	14
Réglementations et juridique.....	15
Le cadre légal dans le monde.....	15
L’état actuel réglementaire en France.....	16
L’AMF et l’évaluation des risques.....	17
À propos.....	18

# Avant-propos

---

Chers lecteurs,

Le phénomène de la Blockchain et des levées de fonds en crypto-monnaies ne vous a certainement pas échappé. Plusieurs milliards d'euros ont déjà été investis ces dernières années par ce biais. En quelques pages, nous souhaitons à travers ce guide vous aider à déchiffrer cette tendance de fond et à en comprendre les mécanismes financiers, juridiques, réglementaires et techniques.

Depuis les premières levées de fonds en crypto-monnaies en 2013, cette nouvelle économie numérique a séduit de nombreux investisseurs. Peu importe la volatilité du cours de certains actifs, comme le Bitcoin en premier lieu. Car si l'on considère l'ensemble du paysage de l'investissement, on constate que l'industrie se développe, et non pas qu'elle chancelle. La technologie

Blockchain, révolutionnaire au sens copernicien du terme, offre désormais la possibilité de rationaliser les processus dans un grand nombre d'entreprises. C'est le cas dans l'industrie bancaire notamment. Et bien que nous n'en soyons qu'aux premiers balbutiements, nous pensons qu'il est fondamental pour les professionnels de l'investissement de s'y intéresser de près.

## **De la tendance au phénomène**

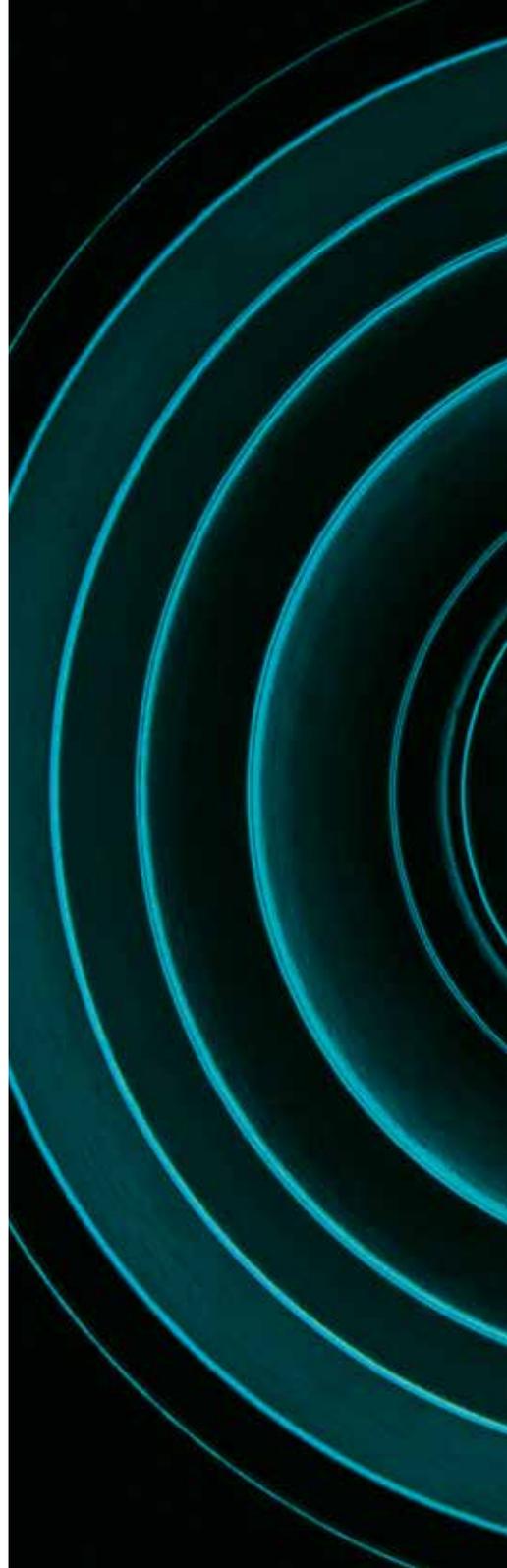
Les options d'investissements sont multiples, nombreuses ; d'une approche capital-risque à une autre de type hedge fund. En 2018, année frénétique en bien des points, plus de 500 opérations de financement dans des start-ups Blockchain ont eu lieu. Cela a représenté plus de 3 milliards d'euros investis en capital-risque pour la grande majorité. A titre d'exemple, Coinbase, qui propose un

portefeuille électronique pour les crypto-monnaies, a levé 300 millions de dollars. Sa valorisation a dépassé les 8 milliards de dollars.

La tendance s'est donc muée en véritable phénomène pour les investisseurs. De prestigieux fonds, comme Andreessen Horowitz ou Sequoia, ont déjà créé des divisions crypto. Selon l'institut indépendant *Autonomous Next*, entre 10 et 15 milliards de dollars sont déjà mobilisés pour ce type d'investissements.

C'est donc pourquoi nous vous proposons d'y voir plus clair dans ce qui peut paraître parfois obscur et complexe. Cette opportunité est aussi une chance pour certains de diversifier leurs portefeuilles et leurs activités, tout en anticipant la révolution à venir. Pour toutes ces raisons, nous pensons fondamentalement que les investisseurs devraient considérer l'investissement crypto comme une autre forme de capital-risque.

**moestria**  
BLOCKCHAIN



# Introduction

La technologie Blockchain est avant tout et par-dessus tout une révolution sociétale avant d'être un changement de paradigme technologique et financier. Dans son sillage, elle draine toutefois des bouleversements majeurs en matière économique notamment. De ce fait, son potentiel révolutionnaire est souvent comparé à celui qui a permis à Internet de transformer nos vies et nos sociétés en profondeur depuis une trentaine d'années.

Souvent associée de près au célèbre bitcoin, il serait toutefois beaucoup trop réducteur de s'en arrêter là. Pour un investisseur, quel qu'il soit, la technologie Blockchain est aussi et surtout un changement de modèle qui va consacrer l'ère de la tokenisation.

## La tokenisation

La tokenisation revient à convertir les droits liés à un actif en jetons numériques sur la blockchain. En quelque sorte, il s'agit

de transformer le système de paper trading de manière numérique en lui conférant les avantages inhérents à la décentralisation. Ainsi n'importe quel bien ou actif (de l'or jusqu'aux biens immobiliers par exemple) devient transférable, divisible, programmable et échangeable électroniquement avec n'importe qui. Et ce, depuis n'importe où et de manière sécurisée et transparente. Même les biens "intangibles" (crédit-carbone, marques, brevets, copyrights, etc.) sont concernés.

## **Blockchain**

*"Chaîne de blocs" en français, cette technologie est comparable à un grand livre des comptes infalsifiable utilisant un protocole cryptographique pour lier les blocs et atteindre un consensus au sein d'un réseau pair-à-pair.*

	Avantages	Inconvénients
Investissement dans les valeurs crypto historiques	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Accès aux meilleures valeurs</li> <li>• Investissement le plus liquide</li> <li>• Valeurs les plus développées avec une base d'utilisateurs plus grande et plus stable</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Incertitudes légales et structurelles</li> <li>• Modèle de valorisation non testés</li> <li>• Volatilité galopante</li> <li>• Détention : perte et vol de valeurs</li> </ul>
Investir pré-/post-ICO	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Valeurs à plus fort potentiel</li> <li>• Donne accès aux valeurs avec des remises avantageuses</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Incertitudes légales et structurelles</li> <li>• Modèles de valorisation non testés</li> <li>• Liquidité limitée</li> <li>• Volatilité galopante</li> <li>• Détention : perte et vol de valeurs</li> </ul>
Investissement en actions	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exposition à l'écosystème crypto et aux entreprises blockchain</li> <li>• Droits et garanties des investisseurs connus et validés</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Performances liées aux sous-jacents</li> <li>• Liquidité limitée</li> <li>• Stratégies de sorties sans antécédents (introductions en bourse, acquisitions, etc.)</li> </ul>

Le capital social d'une entreprise va lui aussi évoluer et devenir liquide grâce à la "tokenisation".

Il en va de même pour certains droits, mais aussi pour les actifs fongibles ou non-fongibles, que l'on peut parfois regrouper ; c'est le cas des hypothèques notamment.

C'est donc le système blockchain sous-jacent qui joue le rôle de garant de la sécurité et de l'inviolabilité des transactions. Il devient possible de cumuler l'avantage d'un protocole, comme celui du Bitcoin par exemple, avec les caractéristiques propres à un actif, matériel ou non. Ainsi, de nombreuses industries sont naturellement devenues "éligibles" à la tokenisation que ce soit pour éviter la disruption du secteur ou pour éviter de perdre leur liquidité.

## Les "tokens", ou jetons numériques

Pour l'investisseur, les atouts sont nombreux en matière d'échange de jetons numériques (aussi appelés "tokens") : sécurité, rapidité des transactions, facilité de transfert, etc. L'émergence du phénomène des ICO (Initial Coin Offering) en 2016 a démontré

### Token

*C'est la coquille informatique d'un actif numérisé. Il peut être échangé sur une blockchain ou un système assimilé, peut être personnalisé, etc. Il est généralement créé par le biais d'un contrat intelligent ("smart contract"), le plus souvent sur la blockchain Ethereum.*

un très vif intérêt pour ces sortes de campagnes de financement participatif en échange de jetons numériques.

C'est bel et bien l'essor des ICO qui a démocratisé le concept, même si le phénomène s'est estompé avec l'apparition des STO (Security Token Offering), qui apporte plus de garanties en matière réglementaire notamment. Depuis quelques mois, la nécessité d'adapter, de réguler et de professionnaliser l'investissement en jetons numériques est apparue comme fondamentale. C'est pourquoi le marché s'oriente de plus en plus vers ce type de levées de fonds, mais aussi vers les ETO (Equity Token Offering).

Après les jetons utilitaires, les Security et Equity prennent donc le relais et apportent leur lot d'atouts en matière de régulation, de conformité et de fiscalité notamment. Autrement dit, ils pavent le chemin vers de l'investissement plus normé et stabilisé. Déjà en 2019, de nouvelles formes de jetons se dessinent. La convertibilité d'un jeton utilitaire devient réalisable (un jeton vers une crypto-monnaie comme Ether par exemple, ndr), tout comme la tokenisation de pans entiers de la société, qui laisse augurer de belles promesses.

## ETO un marché très prometteur

En France, depuis le décret n° 2018-1226 du 24 décembre 2018, le législateur français autorise la transmission et la représentation de titres financiers au moyen de "dispositifs d'enregistrement électroniques partagés", à savoir les blockchains notamment. En d'autres termes, il consacre l'avènement des "Equity Token" (jeton de capital, en français)

qui sont des titres de propriété de parts de société. Ils peuvent être dématérialisés et transposés sur une blockchain. En d'autres termes, un Equity Token est la représentation d'une action, d'une part de capital, sur la blockchain.

La startup Initiae est la première à développer un système permettant de numériser les actions d'une entreprise.

**En savoir plus  
sur [www.initiae.com](http://www.initiae.com)**

# L'investissement en jetons numériques

## Les grandes différences

Si les grilles de lecture classiques changent relativement peu pour les investisseurs, ce sont bel et bien la méthode et la finalité qui diffèrent lorsque l'on procède en jetons numériques. En effet, lors d'un investissement quel qu'il soit (seed, série A, B, etc.), les questionnements sont invariables à savoir par exemple les stratégies de sortie et de liquidités du placement notamment. Les jetons numériques apportent d'autres réponses à ces enjeux, dans le sens où ils sont échangeables, transférables et revendables à n'importe quel moment.

Par ailleurs, l'acquisition de jetons numériques ouvre des droits d'une toute autre nature. Ils dépendent surtout du type de token dans lequel vous investissez. Un jeton dit utilitaire donne un droit d'utilisation de la plateforme en question, tout comme celui de vendre ou échanger ledit jeton

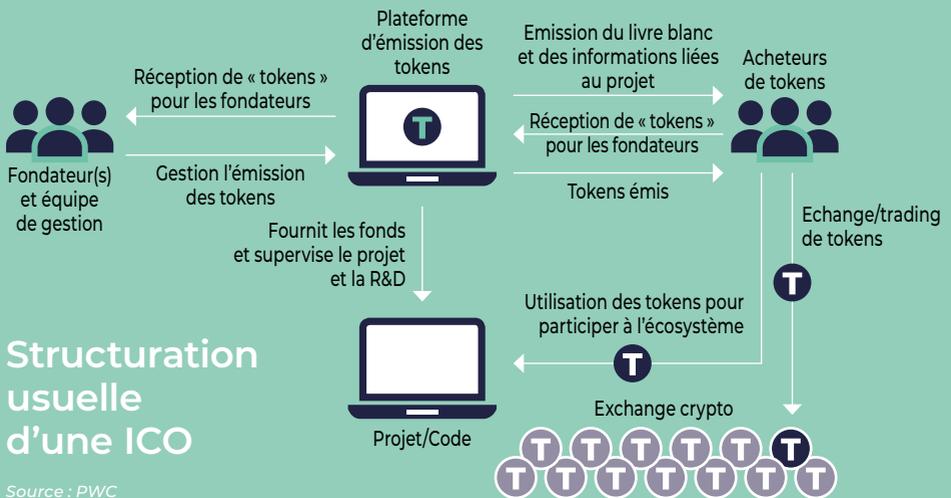
contre de la monnaie Fiat ou contre d'autres tokens via une place d'échange numérique. La valeur du jeton est alors liée à son utilisation réelle, elle-même corrélée à la valeur sous-jacente de la plateforme ou de l'outil. Le processus devient donc plus incitatif tant pour les investisseurs que pour les utilisateurs dont les intérêts du succès de la plateforme sont désormais communs.

De plus, le fait que les jetons soient échangeables sur une blockchain confère une décentralisation mais aussi une désintermédiation de la place de marché. Contrairement à certains services qui taxent 30% ou plus des revenus (cf. Google Play, App Store, etc.), les frais de transactions sont drastiquement réduits, souvent proches de zéro. Ceci laisse également à penser que des frais moindres peuvent engendrer une utilisation plus fréquente, avec les effets sur le cours des jetons numériques qui s'en suivent.

## Les avantages des jetons numériques

Il ne fait aucun doute que les avantages apportés par les jetons numériques vont conduire à des investissements massifs sous cette forme dans les années à venir ; et ce, même s'il reste encore du travail sur les aspects fiscaux et réglementaires notamment. Concrètement, investir de cette manière revient à posséder des jetons numériques plutôt que de disposer d'un certificat de détention d'actions (papier ou numérique). Si cela semble plus pratique et avantageux pour tout le monde, c'est surtout parce que les tokens sont plus simples et plus rapides à échanger car :

- Numériques et donc comptabilisés, traçables et impossible à contrefaire
  - Les coûts de transaction sont souvent proches de zéro
  - Ils permettent de fractionner des actifs matériels et immatériels
  - Apportent une liquidité extrêmement rapide comparée à un investissement en equity traditionnel
  - Proposent une plus grande flexibilité
  - L'émission de tokens est souvent, selon la réglementation et le pays, moins coûteuse qu'une IPO
- Considérant tous ces avantages, le nombre d'investisseurs intéressés par un jeton numérique est largement accru.



# Focus sur 5 avantages

La réglementation française avance rapidement sur le cas des jetons numériques, et continuera de progresser dans les mois et années à venir, en réponse aux avantages que ces derniers offrent en comparaison à des investissements plus classiques en actions ou en produits de dette.

## Diversification

Les jetons numériques sont une unité de compte permettant d'accéder à des parts de fonds d'investissement, actions, parts d'actifs mobiliers ou immobiliers, produits de dettes, etc.

## La liquidité

Le principal avantage de ces tokens est qu'ils sont, pour la plupart, liquides immédiatement. En effet, dès la fin d'une ICO, les jetons numériques sont inscrits sur une ou plusieurs plateformes d'échanges (Binance, e.g.) et deviennent accessibles à tous.

Les conditions d'achat avantageuses lors des ICOs conduisent souvent à la revente d'une partie des avoirs des primo adoptants, mais c'est surtout l'occasion pour les suiveurs d'accéder aux tokens les plus demandés. Contrairement à un investissement classique dans une société, à tout stade avant son introduction en bourse, l'investissement en jetons numériques permet d'avoir une stratégie de sortie immédiate. Cela autorise notamment de mitiger le risque en fonction des performances ou des contre-performances de la société émettrice.

## Facilité d'accès aux opportunités d'investissement

La liquidité des tokens permet également de s'intéresser à une offre large de produits facilement accessibles. Il est aisément possible de passer à côté d'un tour de table de la prochaine "Licorne" et ne revoir l'occasion se présenter qu'à son introduction en bourse. La diversité des produits en jetons numériques et leur liquidité permet non seulement de pouvoir intervenir à tout moment de la vie d'une société mais également à divers niveaux d'implication ou de risques.

Les Equity tokens permettent quant à eux de participer comme un actionnaire, alors que les tokens utilitaires permettent de soutenir la société en investissant sur les produits qu'elle vend et d'espérer une hausse de leur valeur unitaire par exemple.

## Attractivité

Le nombre d'entreprise prévoyant d'émettre non pas des actions mais bien des jetons numériques (notamment Security) va lui aussi en augmentant : la tokenisation des investissements est en marche !

## Faibles coûts de transaction

Cette multitude de produits financiers, accessible 24/7, ne nécessite pas l'intervention d'un intermédiaire comme un gestionnaire de fonds pour en faire l'acquisition. La décentralisation qu'apporte la blockchain intervient ici en permettant l'achat et la revente de ces jetons numériques en toute transparence, et surtout à des coûts négligeables par rapport aux produits financiers classiques.

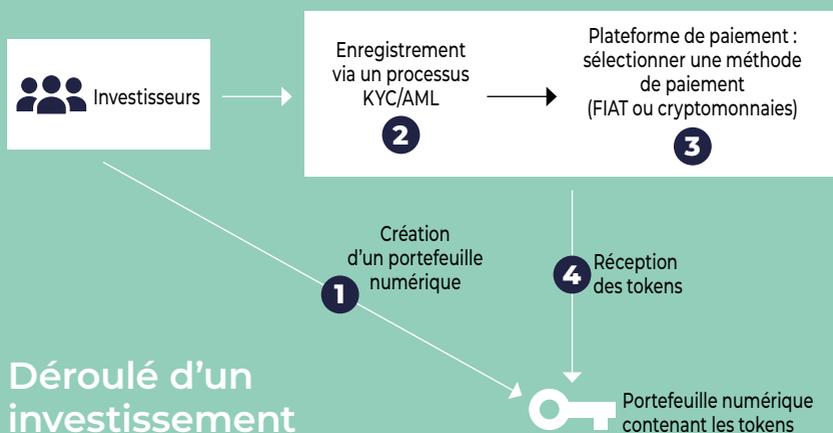
## Déroulé d'un investissement

Ainsi, s'il existe des différences fondamentales dans le produit en lui-même, la manière même d'investir ne varie que très peu. En effet, tant dans le cas d'un investissement sur une plateforme d'échange que directement dans une entreprise, le transfert des fonds se réalise par virement et ce, sans intermédiaire.

Il est toutefois nécessaire en guise de précaution de se renseigner sur la bancarisation de la société émettrice de jetons numériques, tout comme sur le processus de libération des tokens. Plusieurs moyens existent, comme par exemple les contrats multi-signatures qui imposent

un nombre majoritaire de consentements afin de récupérer les tokens.

S'agissant de la réception des jetons numériques, il existe là encore plusieurs options. La plus courante et la plus sécurisée consiste à conserver les tokens sur un "ledger", c'est à dire un portefeuille électronique sécurisé. Il se matérialise généralement sous forme d'une clé USB, le plus connu étant celui du fabricant Français Ledger. Ce type d'appareil a par exemple pour équivalent les "Digipass", qui génère pour vous une signature électronique et vous permet d'accéder à un compte courant dans une banque.



# Réglementations et juridique

La blockchain étant une technologie récente, la réglementation est encore actuellement en pleine mutation voire en construction dans certaines régions du globe. Certains pays ont d'ores et déjà pris des positions fermes, montrant ainsi des réticences ou à l'inverse, voyant dans ce phénomène une réelle opportunité de croissance économique.

## Le cadre légal dans le monde

Globalement, au niveau international, on observe trois types de réglementation :

**1. Une application de la réglementation relative aux instruments financiers (Securities).** Exemple aux USA avec le test Howey par la SEC (Security and Exchange Commission). L'Organisation Internationale de Commission de Valeurs (OICV) a publié une analyse en janvier 2018

rappelant la nature spéculative de ces opérations.

**2. Une approche réglementaire au cas par cas** comme en Suisse au Royaume-Uni ou en Allemagne avec une classification juridique selon la nature des tokens. A titre d'exemple, la FINMA (Suisse) distingue les jetons de paiement, les jetons d'utilité et les cryptoactifs, qui peuvent correspondre à une créance ou une part du capital de l'émetteur mais aussi représenter un actif physique (diamant, bien immobilier, etc.). La FINMA envisage également la possibilité de jetons hybrides qui combinent ces différentes caractéristiques.

**3. Une approche réglementaire ad hoc :** pour l'heure, la Chine et la Corée du Sud interdisent fermement les opérations d'ICO. Parallèlement, des pays comme Malte ou la France s'érigent en pays-eldorado pour les porteurs de projets. La France (avec le visa optionnel de l'AMF), tente de se positionner en tant que leader

en devenant une des juridictions les plus attractives à réglementer la blockchain et les ICO en offrant un environnement réglementaire favorable à un investissement plus sécurisé.

In fine, il ressort clairement de l'ensemble du paysage réglementaire international que les législateurs et les régulateurs au niveau national, international et européen souhaitent :

- Apporter un **cadre plus transparent** à la blockchain et aux ICO ;
- Trouver le bon équilibre entre **protection des investisseurs** d'un côté et **encouragement de l'innovation** de l'autre.

## L'état actuel réglementaire en France

La France a adopté une posture singulière en matière réglementaire, plusieurs fois assénée voire renforcée par le ministère des Finances. Toutefois le paysage évolue et malgré le succès remarquable des ICOs entre 2016 et 2018, de nouveaux modèles émergent comme les STO et les ETO.

En France, la réglementation de ces opérations dépend strictement de la nature juridique du jeton numérique émis :

### · STO (Security Token Offerings)

Les jetons de sécurité sont essentiellement des titres financiers et sont donc protégés par des actifs corporels, des bénéfices ou des revenus de la société.

### · ETO (Equity Token Offerings)

Ces jetons octroient un droit de vote ou l'équivalent d'un droit à dividende à son acquéreur. Dans ce cas de figure, le régime juridique des offres au public s'applique. Les initiateurs de l'ICO doivent alors se conformer à la "Directive Prospectus" et élaborer un prospectus.

En matière de régulation, un investissement en jetons numériques ne diffère fondamentalement pas d'un investissement classique. En revanche, il est évidemment fortement conseillé de se montrer méfiant quant au sérieux et au professionnalisme de la société qui lance une émission de jetons. Toutes les formes d'ICO sont concernées et donc que les tokens soient Utility, Security ou Equity. L'AMF, qui est le principal interlocuteur avec l'Administration Fiscale, met en avant une liste de bonnes pratiques en matière réglementaire pour les investisseurs : voir schéma ci-contre.

## L'AMF et l'évaluation des risques

Le premier objectif du régulateur est d'assurer la protection du consentement des investisseurs, ce qui induit la transmission d'informations fiables et donc :

- Concevoir un guide de bonnes pratiques à droit constant ;
- Etendre le champ des textes existants pour appréhender les ICOs comme des offres de titres au public ;
- Proposer une législation nouvelle adaptée aux ICOs.

L'AMF divise ainsi les risques potentiels en cinq catégories :

1. Les risques liés à la documentation d'information ;
2. Les risques de perte en capital ;
3. Les risques liés à la volatilité ou l'absence de marché et de liquidité ;
4. Les risques d'escroquerie, de blanchiment et de financement du terrorisme ;
5. Les risques associés aux projets financés.



Bonnes pratiques  
mises en avant  
par les porteurs  
de projets  
d'ICO françaises

Source : AMF

# À propos

Nous sommes avant tout des passionnés de nouvelles technologies. Nous nous retrouvons d'abord autour d'un socle commun en termes d'aide à la décision, transformation digitale, conduite du changement numérique et opérationnelle.

Nos offres sont articulées autour de 3 piliers fondamentaux que sont :  
Les technologies décentralisées, les protocoles et les cryptos-actifs ;  
Le support juridique sur lequel nous travaillons depuis 2016 ;  
L'ingénierie financière associée aux techniques de tokenisation en lien avec les crypto-actifs.

L'aventure Blockchain ne fait que commencer !



**Prince Ludju**  
Directeur financier & tokenomics



**Émilien Ercolani**  
Directeur opérationnel



**Cédric Dubucq**  
Avocat, directeur juridique

## Crédits

Ce guide a été écrit et réalisé par les équipes de Maestria Blockchain en 2019.

Pour en savoir plus, rendez-vous sur [www.maestria-blockchain.com](http://www.maestria-blockchain.com)  
Contactez-nous par mail : [hello@maestria-blockchain.com](mailto:hello@maestria-blockchain.com)



19 cours des Arts et Métiers, 13100 AIX-EN-PROVENCE



mœstria  
BLOCKCHAIN